

東亞睿智

2024年第二季投資展望

唯我獨尊



# 目錄

- 2 序言
- 3 宏觀策略
- 16 宏觀經濟
- 23 股票
- 46 外匯
- 55 債券
- 70 東亞資產導航
- 72 免責聲明



權力猶如罌粟，艷麗得令人神往，邪惡得令人著魔。少可入藥，多則成毒。一旦成癮便不能自拔，身心被權力絞索時，靈魂將成為傀儡，做出如何傷天害理的事，都已置諸腦後。

權力衍生自群眾，群體愈大，授權愈大。當權者多以善行為初心，但自私乃人之劣根性，熾熱的初衷變質後成為自滿自大。迷途在恐懼與慾念之中，利慾薰心繼而黑化，最終被權力吞噬自我。

金庸名著《笑傲江湖》中綽號「君子劍」的岳不群，自居武林正宗，但以辟邪劍法及連串算計奪取併派後的「五嶽派」掌門之位。戀棧權位而淪為小人，最終死於思過崖自設的佈局之下。

知名電視劇《權力遊戲》(Game of Thrones) 裡，各族領袖在公私恩怨情仇下，為爭奪「鐵王座」以死相搏。當中龍母的完美黑化釀成生靈塗炭，國破家亡。過去所有的友情、親情及愛情在權慾下都是芻狗，以一己執念堅持至最後一口氣。

真實歷史中例子更是多如牛毛，西夏王朝開國君主李元昊與古羅馬皇帝尼祿乃僭主的「佼佼者」。

今年乃近代罕見的全球大選年，戀棧權力之徒面對權力再分配之劫，如坐針氈，為打擊對手而極盡陰險歹毒之能事。叢林法則下，一山不能藏二虎，現代選舉制度只有成王敗寇，甚至要將落敗者斬草除根，免除後患。

國際之間的較勁更加是風聲鶴唳，歷史多番的「修斯底里陷阱」裡如何把後起之秀趕盡殺絕，打至體無完膚已是最低消費，滅門絕後更是屢見不鮮。放諸古今無異，令人唏噓不已！

在贏家通吃的文化裡，可有共贏的空間嗎？

經濟學家羅拔法蘭克 (Robert Frank) 在《成功和運氣》一書中提出，贏輸決定於運氣多於技巧，贏家通吃是受惠於「勝利的槓桿」。贏家後續的投入和回報，在倖存者偏差現象下不成正比地倍化，造就贏家再贏的循環。贏家通吃扼殺了輸家翻身的機會外，也反諷出所謂公平制度往往產生不公平的結果。

中國文化對贏家通吃也不敢苟同。電影《風雲》中的「凡事太盡，緣份勢必早盡」與古訓中的「天道忌滿，人道忌全」，皆教誨做人做事應留有餘地，處世之道講究恰如其分。過猶不及，是大錯亦是大惡，緊記善惡到頭終有報的天理循環。

心中不禁響起1974年由Seals & Crofts演唱的禁毒歌曲《Windflowers》：「I couldn't wait to touch them, to smell them, I held them closely, now I cannot break away」及電影《笑傲江湖》主題曲《滄海一聲笑》：「蒼生笑，不再寂寥，豪情仍在癡癡笑笑」，實在相形見絀。

美國過去持續加息疊加脫鉤斷鏈策略，四方八面拉朋結黨箝制中國打垮全球經濟後獨善其身。血泊中以1票否決聯合國的加沙停火議案、藉利率主宰全球財富走向，不止令全球人民扼腕不已，更只能逆來順受。美國正以唯我獨尊之勢全盤掌控全球地緣、經濟及投資市場格局，「再強大」旗幟其實早已實現。

覆巢底下豈有完卵，再祝願世界和平。

共勉之。

# 宏觀策略

## 唯我獨尊

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



## 宏觀策略

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 **李振豪**

# 唯我獨尊

亂局中美國主宰全球經濟及地緣命脈，壓軸出場的總統選舉更是異數

上季標題是《叢林法則》。規則建基於利益，當利益重新分配時，即規則也須重新訂定。中美元首在2023年的會面只是表面功夫，涉及核心利益的交戰未完，亦預期不會停止。中美兩國唯一共識是在軍事上避免誤判，因彼此都知道以武力先發制人者難以贏得國際輿論的支持，從經濟考量上也不值得。雙方會面時侃侃而談，只為日後能有更大的迴旋空間。

適逢今年是美國總統大選年，民主與共和兩黨之爭料將為全球帶來不穩定因素。美國強勁得令人訝異的經濟數據與民間親身體會的情況截然不同，民主與共和兩黨間的磨擦所釋出的波動將延伸至全球資產市場。在投資策略上，當世界愈紛亂，配合憧憬美國聯儲局減息，預期對美元資產愈有利。過去預測大致與今天結果相若。

本季標題是《唯我獨尊》。過去全球經濟下墜時，美國經濟卻能冠絕全球，帶挈美元資產鶴立雞群。美國繼續主宰各地戰事發展，間接攥緊全球經濟的咽喉。今年全球多場選舉中，美國總統大選將壓軸出場，拜登及特朗普兩人在選戰上再度交鋒勢成全球焦點。在投票日之前，美國的民主和共和兩黨將會各出奇謀爭取選票，民調走向及其所延伸出的國際局勢變化將影響各類資產走勢。經濟、戰事及選舉疊加的複式效應正潛藏極端風險，風險管理尤其重要。中國在3月完成年度「兩會」，外交上溫婉的辭令與之前強硬的風格截然不同，經濟上穩紮穩打的操作將有利經濟有序走出陰霾，總體釋出冀以較圓滑手腕的「柔」，克制美國處處唯我獨尊的「剛」。

## 各項元素互動引發的複式效應

世界經濟論壇每年都會匯集來自政府、企業和民間組織的最高決策人，討論未來1年全球重大政經問題和相關影響。今年1月15日在瑞士達沃斯舉行的年會上，集合了60多個國家共300多名首腦，為未來多變且不穩的局勢提出觀點和獻策。與會者就各項議題的討論節錄如下<sup>1</sup>：

- 中東戰事：與會者未能就巴勒斯坦建國或以色列和哈馬斯(Hamas) 停火提供任何明確細節。阿拉伯國家聯盟表示，除非實現持久和平，否則不會資助巴勒斯坦重建。沙特阿拉伯外交部表示，地區和平須基於巴勒斯坦人實現建國來達成；
- 紅海襲擊：伊朗支持的也門與胡塞武裝攻擊途經紅海的船隻，導致從亞洲到歐洲的貨運成本大幅上漲。出席論壇的多個企業高層均表示，正在考慮使用其他替代航線。也門和伊朗代表稱，在以色列結束加沙戰爭之前，相信有關攻擊將不會停止；

- 烏克蘭重建：烏國總統澤連斯基與80多名來自各地的國家安全顧問進行會談後，瑞士提出主辦和平談判。澤連斯基亦會見了華爾街部分銀行領導人，為烏國重建尋求融資。歐盟委員會主席馮德萊恩敦促西方盟友繼續為烏國提供武器和財政支持；
- 經濟前景：全球多間銀行的高層警告，地緣政治風險、運輸成本增加和油價有上漲風險，或會令通脹回升，擔心市場對減息定價作出錯誤的決定；
- 中國問題：中國總理李強表示，中國在經濟上對外開放，歡迎海外資金來華投資。不過，疫後經濟復常緩慢及中美關係緊張下，投資者對華投資仍保持審慎態度；
- 人工智能(AI)：此議題被大肆討論及宣揚，內容包括如何監管新興科技、如何應用於科研、如何將AI業務變現，以及中國重視AI帶來的安全風險。

上述的討論，透視出短期內各地戰事持續、經濟前景受制於利率變化、中國經濟隱憂仍存及全球對AI應用褒貶不一。以上結果彷彿反映在各國的國內生產總值(GDP)及消費物價指數(CPI)之中。

## 全球經濟正在邊緣中掙扎

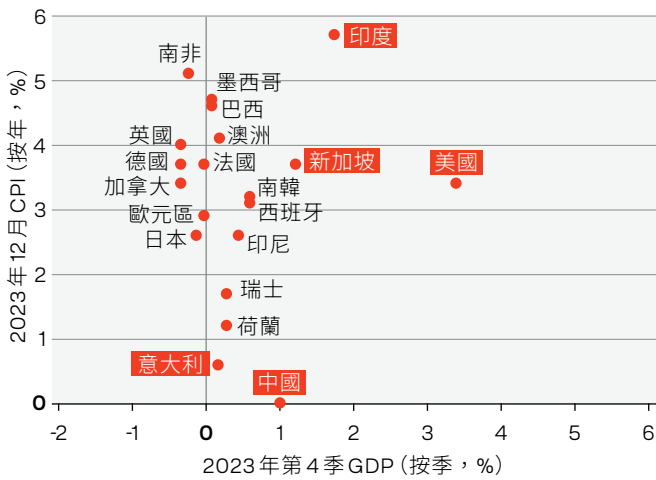
截至今年2月28日，以按季GDP及按年CPI數據製作的矩陣圖顯示，全球大多數主要經濟體都徘徊在0%的盛衰邊緣，經濟較上季進一步走弱。整體通脹有所下降，普遍按季跌幅約1%。雖然通脹未至於大幅下降，但已經有助各國央行考慮放鬆現時偏緊的貨幣政策，可望紓緩經濟壓力。另外，各國的經濟相關性較上季進一步增加，暗示未來各國政策的同步性將會遞升，例如減息步伐或將並駕齊驅，任何偏離大隊的央行很大可能要付出代價。

雖然各國經濟正經歷螺旋式下墜，但有3個國家仍有機會力挽狂瀾。計算各國GDP除以CPI比例，得分最高的首5名中，有3個國家連續兩季榜上有名，分別是美國、中國及印度。在中美博弈及全球經濟脫鈎的陰霾下，中美雖處於震央，但憑各自優勢反而能夠繼續砥礪前行。多極化的國際格局暫時未見惠及大部分國家，唯獨印度可算是破局的佼佼者，在金磚集團及西方陣營之間穿插諂媚，尤其在能源貿易上長袖善舞，碩果纍纍，年內經濟增長率好大可能超越中美。

<sup>1</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/heard-davos-what-we-learned-wef-2024-2024-01-19/>

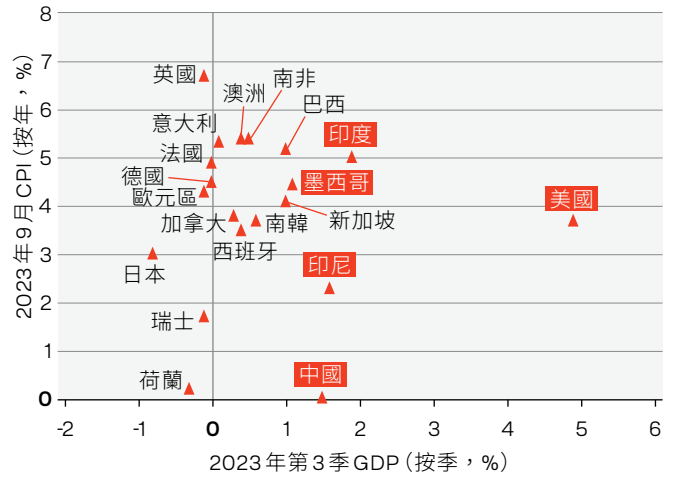
最後，數據也反映出當各國經濟高度相關時，通過投資不同地區以分散風險的效能將會降低，投資者應按風險承受力做好風險管理。詳情可參閱本季《股票》、《外匯》及《債券》章節。

各國 GDP 與 CPI 矩陣 (2023 年第 4 季)



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 1 日，印度 GDP 更新至 2023 年 9 月

各國 GDP 與 CPI 矩陣 (2023 年第 3 季)



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 1 日

除了 GDP 及 CPI 數據，各國採購經理指數 (PMI) 都反映著全球經濟正走下坡。各地區及國家之 3 大採購經理指數表列如下：

地區/國家	2024 年 1 月	2023 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 8 月	2023 年 7 月
製造業採購經理指數							
全球	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6
美國	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0
歐元區	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7
新興市場	51.1	50.9	50.9	50.1	50.9	51.4	50.2
中國	50.8	50.8	50.7	49.5	50.6	51.0	49.2
服務業採購經理指數							
全球	52.3	51.6	50.6	50.4	50.7	51.0	52.6
美國	52.5	51.4	50.8	50.6	50.1	50.5	52.3
歐元區	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9
新興市場	54.2	53.8	52.2	51.8	52.0	53.1	54.5
中國	52.7	52.9	51.5	50.4	50.2	51.8	54.1
綜合採購經理指數							
全球	51.8	51.0	50.5	50.0	50.5	50.6	51.6
美國	52.0	50.9	50.7	50.7	50.2	50.2	52.0
歐元區	47.9	47.6	47.6	46.5	47.2	46.7	48.6
新興市場	53.5	53.1	52.0	51.1	52.0	52.7	52.9
中國	52.5	52.6	51.6	50.0	50.9	51.7	51.9

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 2 月 28 日

## 宏觀策略

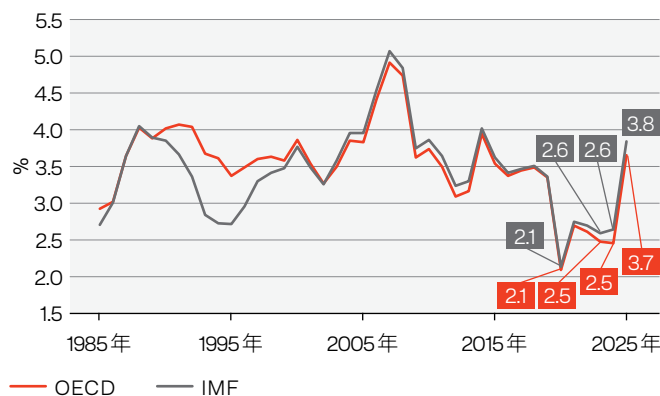
PMI以50為盛衰分水嶺，50以上為擴張，50以下為收縮。比較3大PMI數據，反映出全球經濟問題核心在於製造業疲軟，尤其由2023年下半年起，歐美市場普遍處於收縮區域，就算新興市場及中國維持擴張，但無助全球製造業擺脫弱勢。另外，數據反映近年歐美執意推行的「脫鉤斷鏈」策略，結果是「偷雞不著蝕把米」。雖然美國及全球在今年1月的製造業PMI重回擴張水平，但短期內仍難逆轉當區製造業疲弱的結構性情況。

反觀服務業PMI，除歐元區外，全球整體表現樂觀，尤其美國服務業PMI與其製造業PMI呈現反差，反映美國令人刮目相看的GDP增長源於服務業強勁，主要是多得財赤遞升的支持（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。歐元區表現卻令人擔憂，服務業已連續6個月處於收縮區域，與積弱的製造業難分軒輊。

綜合PMI更清晰呈現出全球經濟下墜的風眼正處於歐元區。俄烏戰事爆發後，歐元區國家與俄羅斯割席令當地的能源成本飆升，與中國貌合神離則窒礙了經貿發展，歐元區成為了近年多項危機的輸家。加上，烏克蘭在軍援上苛索及戰後重建的潛在龐大賬單，暫時未見歐洲各國領導人拋出可行的解困方案，反而進一步建議在2027年前財政上再加碼增援烏克蘭<sup>2</sup>。值得注意的是，歐洲主要國家的國債收益率，在一片減息風潮中仍舊徐徐攀升，投資者正對區內經濟投下不信任一票（詳情可參閱《股票》及《債券》章節）。

除了經濟數據，根據經濟合作暨發展組織（OECD）及國際貨幣基金組織（IMF）自1985年以來對全球GDP的預測，並以5年滾動平均值去減低例如新冠疫情或歐債危機等突發性事件對預測的影響。數據反映今年的GDP預測值是歷年第2低，只高於2020年疫情大流行時期，今年全球經濟之弱勢可想而知，結果亦與上文各經濟數據分析不謀而合。另外，數據在2008年達峰後持續下跌至今，顯示全球經濟受金融海嘯之影響至今仍揮之不去，各國多年的量寬政策實有餘悸。雖然今年有機會再度減息，但對全球經濟所能帶來的正面影響，暫仍存疑。

OECD及IMF對全球GDP預測 — 5年滾動平均值



資料來源：彭博，數據截至2024年2月28日

以數據說話，近年傳媒及市場經常報道及流傳中國經濟不穩、製造業不濟、消費降級等負面消息，甚至解讀成中國經濟崩潰<sup>3,4</sup>。然而，在中美磨擦持續升溫之際，中國的PMI數據中，服務業PMI及綜合PMI更全數處於擴張區域。從GDP除以CPI的比例顯示，在芸芸眾國中，中國經濟表現強韌，更反映歐美「卡脖子」策略成效不彰，好比中國駐美國大使謝鋒形容「中國經濟崩潰論一再崩潰」<sup>5</sup>，負面批評及謠言不攻自破。

2018年時任美國總統特朗普開啟中美貿易戰，及至2020年全球爆發新冠疫情，再到現任美國總統拜登執意拉朋結黨推行全球經濟脫鉤，自此世界不再平靜。歐美大舉「去風險」旗幟，意欲削弱中國的經濟能量，但數據呈現出中國經濟高度韌性，故相信短期內各陣營的博弈將愈演愈烈，其衝擊會蔓延至各經濟層面，全球經濟或不能倖免地被拖入下墜的漩渦當中。

### 地緣戰事：鱷魚淚

持續超過兩年的俄烏戰事至今已非兩國之爭，全球主要經濟體皆被捲入其中，其影響亦滲入至全球各資產層面中。曠日持久的戰爭令全球漸漸出現「烏克蘭疲勞」的現象，但好戰陣營仍然鼓吹繼續大張旗鼓。為何狀態如此膠著？為何如此鏖而不捨？

<sup>2</sup> 見歐洲委員會網站，[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ac\\_24\\_621](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ac_24_621)

<sup>3</sup> 見外交政策網站，<https://foreignpolicy.com/2024/02/26/china-starts-the-lunar-new-year-with-an-economic-hangover/>

<sup>4</sup> 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/china-economy-crash-real-estate-collapse-property-market-evergrande-bass-2024-2>

<sup>5</sup> 見中國新聞網網站，<https://www.chinanews.com.cn/gj/shipin/cns-d/2024/02-06/news981932.shtml>

安邦智庫分析報告中指出<sup>6,7</sup>，以哈戰事爆發後，烏克蘭逐漸從西方媒體上消失，歐洲除了表面支持以外，並不打算對烏克蘭作出更多實質的援助。在烏克蘭總統澤連斯基眼中，或許是歐洲令烏克蘭騎虎難下，而非戰場上的對手俄羅斯。事到如今，唯有孤注一擲，設法將戰火蔓延至歐洲，讓歐洲人親歷切膚之痛。畢竟今年烏克蘭大選後，澤連斯基政府好大機會拂袖而去，放手一搏或許能名留青史。近月，法國總統馬克龍在該國農民不滿歐盟政策偏袒烏克蘭下，在歐洲議會中仍表示不排除軍事介入俄烏戰事，言論令人嘩言<sup>8</sup>。就算戰事完結，根據世界銀行、歐盟、聯合國及烏克蘭政府的聯合評估，戰後重建費用將高達5,000億美元<sup>9</sup>，誰來買單？如此角度，歐洲已勢成騎虎，唯有跟隨烏克蘭的鼻息。

雖然美國及多個盟友均撇清有關法國出兵烏克蘭的言論，指出並無計劃派遣地面部隊進駐烏克蘭<sup>10</sup>。不過，俄羅斯總統普京在總統選舉前夕發表國情咨文時表示<sup>11</sup>，如果西方國家派兵援助烏克蘭，將有機會觸發歐俄核戰，西方國家應該明白俄羅斯可以攻擊任何目標，強調將奉陪到底。

俄羅斯為是次戰事起名為「特別軍事行動」<sup>12</sup>，源於自2014年烏克蘭有意協助北約「東擴」，並表態有意加入歐盟，引發俄軍佔領克里米亞地區作為分隔烏克蘭的緩衝區。雖然及後俄烏簽訂《明斯克協議》與《新明斯克協議》<sup>13</sup>，換取兩國暫時的和平，但關係持續緊張。直到2022年2月，俄羅斯宣布全面入侵烏克蘭東及南部地區<sup>14</sup>，擴大烏東緩衝區後，兩軍便陷入拉鋸戰。歸根究柢，如果俄羅斯真正目的是想吞併烏克蘭，相信過去兩年間俄軍的飛彈早已直飛烏克蘭首都基輔，而不需要透過地面部隊等消耗戰削弱自身實力，俄羅斯在國際政經關係考慮上亦無必要性。至今烏克蘭高調執意申請加入歐盟及北約，更令俄羅斯感到芒刺在背。

原本逐漸離開鎂光燈的俄烏戰事，三扒兩撥後再次成為焦點。

俄烏戰事開打了兩年之際，美國拋出針對俄羅斯超過600名個人及實體的制裁清單<sup>15</sup>。除了規模上最大，當中令市場矚目的是該名單中首次包含中國內地的企業，部分位於廣州及深圳，亦有香港的公司。名單中同時包括土耳其、阿聯酋、印度及韓國企業。以此角度來分析，俄烏戰事令美國經濟部署上產生了另一層意義，就是透過戰事為幌子，向非盟國，尤其是屬於金磚集團或有意加入該集團的國家的公司，提出經濟制裁。中國駐美國大使館發言人回應稱<sup>16</sup>，美國以與俄羅斯關係為由對中國企業實施制裁是「經濟脅迫、單邊主義和霸凌的典型舉動。」早在2022年第3及4季的《宏觀策略》章節中已作出分析，提到俄烏戰事其中一個潛在因素是中美博弈。加上美國總統大選在即，如今圖窮匕現乃意料之內。

戰事中各國領導們各懷鬼胎，利益掛帥下關係盤根錯節。戰事看不到盡頭，受苦受難的只有渴求和平的老百姓。



<sup>6</sup> 見安邦智庫網站，[http://www.anbound.com/Section/ArticleView\\_32771\\_12.htm](http://www.anbound.com/Section/ArticleView_32771_12.htm)

<sup>7</sup> 見安邦智庫網站，[http://www.anbound.com/Section/ArticleView\\_32735\\_12.htm](http://www.anbound.com/Section/ArticleView_32735_12.htm)

<sup>8</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/02/27/europe/france-macron-troops-ukraine-intl/index.html>

<sup>9</sup> 見歐洲委員會網站，[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_24\\_801](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_801)

<sup>10</sup> 見法國24網站，<https://www.france24.com/en/europe/20240227-not-at-war-with-russia-european-us-allies-taken-aback-by-macron-s-comments-on-troops-in-ukraine>

<sup>11</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/putin-warns-west-risk-nuclear-war-says-moscow-can-strike-western-targets-2024-02-29/>

<sup>12</sup> 見聯合國網站，<https://press.un.org/en/2022/sc14803.doc.htm>

<sup>13</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/what-are-minsk-agreements-ukraine-conflict-2022-02-21/>

<sup>14</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-60539991>

<sup>15</sup> 見美國國務院網站，<https://www.state.gov/russia-business-advisory/>

<sup>16</sup> 見大公文匯報網站，<https://www.tkww.hk/a/202402/24/AP65d99f8de4b0eb64da0a161e.html>



## 宏觀策略

更慘烈的是以哈戰事。由加沙地區沒完沒了的戰事到有美軍在約旦遇襲身亡<sup>17</sup>、由也門胡塞武裝在紅海地區襲擊商船<sup>18</sup>到以色列軍隊有意進攻黎巴嫩<sup>19</sup>、由巴勒斯坦總理阿什提耶請辭<sup>20</sup>到由以色列總理內塔尼亞胡領導的聯盟在今年大選中好大可能失去議會掌控權<sup>21</sup>、由美國再次否決聯合國安理會要求加沙停火的決議草案<sup>22</sup>到以色列士兵向正在領取物資的巴勒斯坦平民開槍<sup>23</sup>，種種跡象顯示戰事正在擴散且惡化。正如上季本報告標題起名為《叢林法則》，正是隱喻未來挑戰三觀甚至道德底線的事件將不絕於耳，義憤填膺的全球民眾或許並非在領導們利益考量之列。歷史上局勢愈亂愈有收割紅利的機會，尤其年內各國大選仍未塵埃落定之前，利益集團正在盤算比預期更大的格局將在可見的未來出現。

根據美國著名智庫布魯金斯學會 (Brookings Institution) 早在2006年5月發表的報告中預測<sup>24</sup>，以巴和平進程是當時連續7屆美國政府努力的成果，被視為美國外交承諾和創造力的標誌，任何的失誤將會像以巴兩國的魯莽行動一樣，可能會導致這場衝突變得無法解決，美國必須不惜一切代價避免失誤。無奈今天卻一語成讖。

日本和美國完成名為「利刃」(Keen Edge) 的聯合軍事演習後不久，再在日本九州和沖繩舉行「鐵拳」(Iron Fist) 的奪島聯合演習，目標明確地以中國列為假想敵。行動彷彿看見戰爭的陰霾，正籠罩在亞洲之中。

近代美國挑動或介入他國的戰爭，從越戰到阿富汗戰爭等，結果大多不盡人意，或造成多輸的困局 (Predicament)。今天以哈戰事無垠演進，那怕發生機率微乎其微，重申投資者應為極端事件做好風險管理 (詳情可參閱上季《宏觀策略》章節)。

## 全球大選年：醞釀變天

綜合《經濟學人》在2023年12月發表的《2024全球大趨勢》<sup>25</sup> 報告、國際選舉制度基金會 (IFES) 截至2024年1月3日的統計<sup>26</sup>及《彭博》在2023年11月的預測<sup>27</sup>，今年至少有48個國家舉辦各類型選舉，估算影響41.7億人，相當於全球超過半數人口，當中有近20億人有權投票，創近30年新高。從經濟角度估算，合計佔全球GDP約42%的國家將選出新領導人，結果對未來全球經濟舉足輕重。

部分在今年舉行選舉的國家或地區節錄如下：

月份	國家/地區	月份	國家/地區
1月	台灣	7月	委內瑞拉
2月	印尼、芬蘭、 巴基斯坦	8月	不適用
3月	俄羅斯、伊朗、 葡萄牙、愛爾蘭	9月	奧地利、捷克、 斯里蘭卡
4月	印度、南韓	10月	約旦、烏拉圭
5月	南非	11月	美國、羅馬尼亞
6月	歐盟、比利時、 墨西哥	12月	加納、南蘇丹

資料來源：IFES，數據截至2024年3月1日

「三年一閏，好歹照輪。」政治總是風水輪流轉，執政黨與在野黨各出奇謀，務求爭取更多選票。除了增加投資市場的波動性，選舉結果將會改變國際格局及經濟發展走向，從而左右國際資金流向。當中較令投資市場關注的選舉，分別是潛力無限的印尼、有力主宰國際關係博弈的俄羅斯、左右國際局勢關鍵者的印度，以及作為「世界第一哥」的美國。

<sup>17</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/01/28/politics/us-troops-drone-attack-jordan/index.html>

<sup>18</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/world-middle-east-67614911>

<sup>19</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/02/29/politics/concern-rising-biden-officials-israel-lebanon-incursion/index.html>

<sup>20</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/middle-east/palestinian-prime-minister-submits-resignation-president-abbas-2024-02-26/>

<sup>21</sup> 見紐約時報網站，<https://www.nytimes.com/2024/02/05/world/middleeast/israel-netanyahu-americans-elections.html>

<sup>22</sup> 見聯合國網站，<https://news.un.org/en/story/2024/02/1146697>

<sup>23</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/02/29/middleeast/gaza-city-deaths-food-israel-intl/index.html>

<sup>24</sup> 見布魯金斯研究所網站，<https://www.brookings.edu/articles/dual-dilemmas-u-s-policy-options-for-the-israeli-palestinian-predicament/>

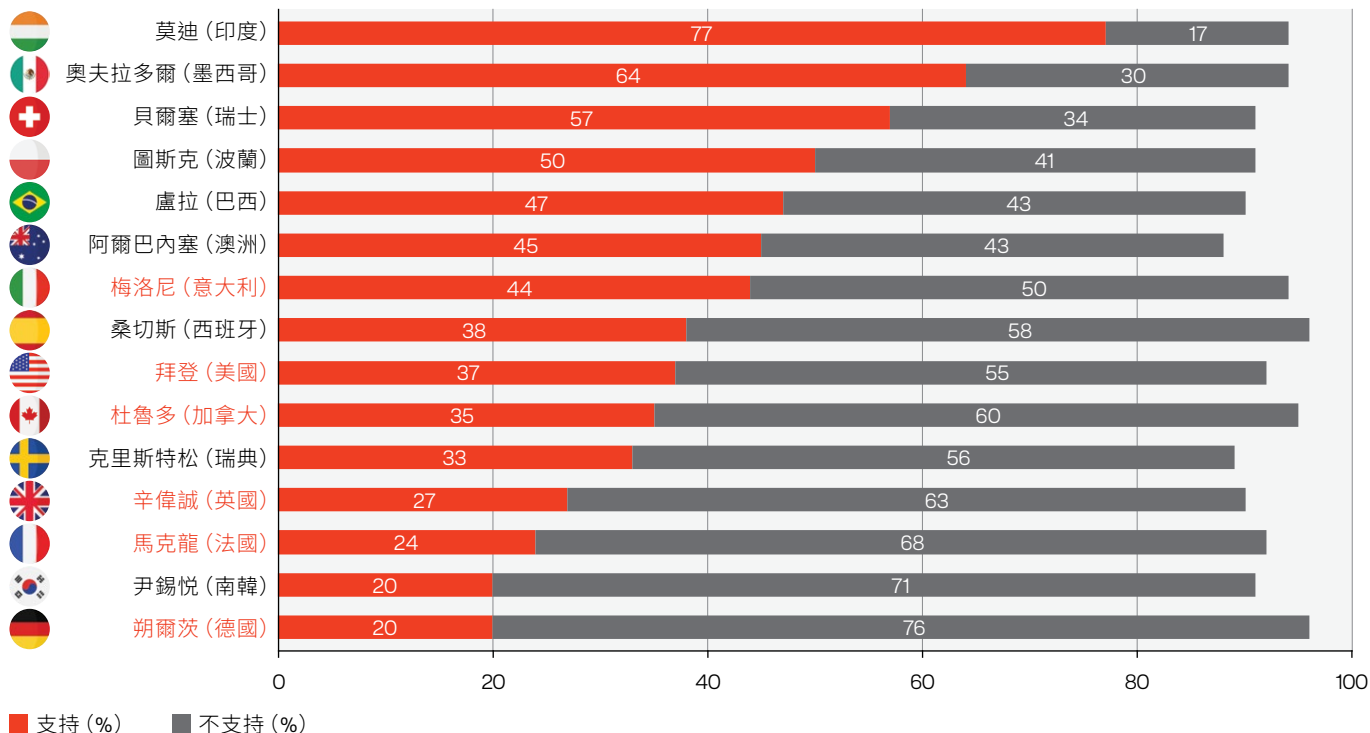
<sup>25</sup> 見經濟學人網站，<https://www.economist.com/interactive/the-world-ahead/2023/11/13/2024-is-the-biggest-election-year-in-history/>

<sup>26</sup> 見國際選舉制度基金會網站，<https://www.electionguide.org/electionresults/?years%5B%5D=2024>

<sup>27</sup> 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-11-01/brace-for-elections-40-countries-are-voting-in-2024/>

引述財經媒體《資本視覺》在今年第1季的統計數據<sup>28</sup>，部分國家領導人的民望如下：

各國領導人民望



資料來源：資本視覺，數據截至2024年3月1日。除支持和不支持外，其餘是沒有意見。橙字為「七國集團」(G7) 成員。

根據《日本時報》的統計數據<sup>29</sup>，截至今年2月23日，日本首相岸田文雄內閣的支持率報25%，不支持率報67%，就算日本今年沒有大選，但支持率低迷下，不排除岸田政府再次重組內閣的可能性。

綜合上述數據，「七國集團」(G7) 領導人的民望全數低於50%，更有4位低見百分之20多。G7領導人的民望偏低，反映西方世界的分化情況愈來愈嚴重。今年世界將有數十億人前往投票站用選票改寫未來，最終結果將影響世界的和平、繁榮、安全和自由。另外，G7內經濟差異是集團中詬病。美國以外的6個國家，其經濟自俄烏戰爭爆發後持續低迷，日本、英國及德國已步入技術性衰退，法國、意大利及加拿大在盛衰邊緣上垂死掙扎，只有美國仍能以2023年第4季按季GDP增長3.2%的「勝利者」姿態冠絕成熟市場，甚至優於大部分新興市場<sup>30</sup>。G7成員曾是兩肋插

刀的黃紙兄弟，過去齊心高舉「去風險」的脫鉤旗幟，前仆後繼地支持各地戰事，但最終卻換來一將功成萬骨枯。試問其餘6國有何感受？有美國這樣的盟友，還需要敵人嗎？

美國總統大選臨近，潛在候選人特朗普橫空再現，氣勢一時無兩。回憶特朗普擔任總統時的作風，及對歐洲造成的壓力依然猶有餘悸。正如歐亞集團總裁布藍默表示<sup>31</sup>，「特朗普回歸」將是自1989年柏林圍牆倒塌以來，歐洲面臨的最大風險。歐洲央行總裁拉加德更明確指出<sup>32</sup>，如特朗普勝出大選將對歐洲構成威脅。未來歐洲仍會對美國言聽計從，抑或同床異夢？國際間的盟誓大多建於利益之上。

歷史上唯我獨尊、贏者通吃、咄咄逼人的操作往往換來眾伴親離、物極必反、惡果自受。如果G7內關係出現量變和質變，有可能逆轉近年全球經濟格局，資金及資產價格波動料將隨之攀升。

<sup>28</sup> 見資本視覺網站，<https://www.visualcapitalist.com/approval-ratings-of-world-leaders-in-2024/>

<sup>29</sup> 見日本時報網站，<https://www.japantimes.co.jp/news/2024/02/23/japan/politics/stock-market-unlikely-to-buoy-kishida/>

<sup>30</sup> 見全球經濟指標網站，<https://tradingeconomics.com/country-list/gdp-growth-rate>

<sup>31</sup> 見雅虎財經網站，[https://hk.finance.yahoo.com/news/sheer-panic-from-european-leaders-on-potential-second-trump-term-ian-bremmer-124952608.html?\\_guc\\_consent\\_skip=1709287054](https://hk.finance.yahoo.com/news/sheer-panic-from-european-leaders-on-potential-second-trump-term-ian-bremmer-124952608.html?_guc_consent_skip=1709287054)

<sup>32</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/ecbs-lagarde-re-election-trump-us-would-mark-threat-europe-2024-01-11/>

## 宏觀策略

### 美國總統大選：政策為投資風向標

拜登和特朗普分別鎖定了黨內總統候選人提名，市場戲稱這將是更公平的「Round 2」，因兩人皆執政過1屆，各自的政績已寫入史冊，為美國選民甚至全球投資者提供直接比較的參考資料。

### 經濟及投資市場的擂台戰

撇開社會及意識形態等議題，純粹以經濟及投資市場角度抽出二人執政時的經濟和資產價格數據作比對。由於美國總統就任為選舉翌年的1月，所以特朗普的數據是由2017年第1季至2020年第4季，而拜登的數據則是由2021年第1季至2023年第4季。整體結果與分析如下：

指標	特朗普執政時期			拜登執政時期		
	2017年 第1季	2020年 第4季	變化	2021年 第1季	2023年 第4季	變化
經濟數據 (%)						
美國GDP (按季年率)	2.0	4.2	2.2	5.2	3.2	-2.0
綜合CPI	2.4	1.4	-1.0	2.6	3.4	0.8
核心CPI	2.0	1.6	-0.4	1.6	3.9	2.3
聯邦利率上限	1.00	0.3	-0.8	0.25	5.5	5.25
財赤佔GDP	-3.4	-15.2	-11.8	-18.1	-6.5	11.7
貿易盈餘*	-41.1	-61.8	-20.7	-65.9	-62.2	3.7
失業率	4.6	6.7	2.1	6.2	3.8	-2.4
中國GDP	1.8	2.6	0.8	0.6	1.0	0.4
歐元區GDP	0.7	-0.1	-0.8	0.4	0.0	-0.4
投資市場數據 (點)						
標普500指數	2,362.7	3,756.1	59.0	3,972.9	4,769.8	20.1
歐洲斯托克600指數	381.14	399.0	4.7	429.6	478.99	11.5
滬深300指數	3,456.1	5,211.3	50.8	5,048.4	3,431.1	-32.0
恒生指數	24,111.6	27,231.1	12.9	28,378.4	17,047.4	-39.9
MSCI新興市場指數	958.37	1,291.3	34.7	1,316.43	1,023.74	-22.2
彭博全球累計債券指數	459.3	558.7	21.6	533.8	471.4	-11.7
紐約期油 <sup>#</sup>	50.6	48.5	-4.1	59.2	71.7	21.1
黃金 <sup>^</sup>	1,249.2	1,898.4	52.0	1,707.7	2,063.0	20.8
MSCI美國房地產投資信託指數	1,147.5	1,136.6	-0.9	1,226.3	1,248.8	1.8

\* 數值以十億美元計算

<sup>#</sup> 美元 (每桶)

<sup>^</sup> 美元 (每盎司)

註：經濟數據的變化為百分點，投資市場數據的變化為百分比

資料來源：彭博，數據截至2024年3月1日

- 上屆大選時，特朗普的競選口號不論是早期的「Make America Great Again」還是後期的「Keep America Great」，數據上特朗普執政時美國按季GDP全期上升了2.2個百分點，百分比的數值在他任期內上升超過1倍，美國經濟當真「再強大」。而拜登的競選口號為「Build Back Better」，3個B字開頭迎合Biden的名字，口號雖簡單易記，但截至2023年第4季的GDP數值，在他執政期間美國經濟的增長速度卻下滑了兩個百分點。雖然市場批評特朗普的政策時而飄忽，時而瘋狂，但其交出的經濟政績明顯較亮麗；
  - 特朗普本屆的選舉策略之一是批評拜登政府執政時令美國通脹上升，而美國通脹數據在特朗普時期則偏向穩定。不管以戰事或疫情等作辯護理由，通脹問題相信是拜登選舉的軟肋；
  - 利率變化更是差天共地。特朗普執政時大力倡議減息，反而拜登政府在通脹壓力下支持加息，間接影響兩者任期時的經濟表現。雖然美聯儲是獨立於政府，但兩任總統期間的利率變化如斯南轅北轍，此對特朗普屬於正面政績；
  - 除了減息，特朗普與拜登執政時財赤佔GDP分別上升及收窄近12個百分點，相映成趣。財赤上升間接影響美國主權評級和美元的信譽，控制財政紀律上拜登反勝一仗；
  - 特朗普執政時開啟對華貿易戰，加徵關稅及推動生產線回流等貿易國策，但期間美國的貿易赤字卻增加了約21個百分點。拜登執政時高舉「脫鉤斷鏈」等旗幟，甚至以「國安」為由幾近全方位封殺中國及其友邦，拉朋結黨收割國際貿易份額，結果令貿易赤字減少了約4個百分點。雖然貿易總額變化輕微，但拜登又扳回一戰；
  - 拜登另一政績是失業率，尤其在2023年1月時報3.4%，創下30年新低外，執政期間共下跌2.4個百分點，較特朗普執政時上升2.1個百分點，雲泥之別令拜登再下一城；
- 經濟數據上，兩人的政績各有千秋，但參考執政時各項資產價格變化，隱約浮現著未來資產走勢的端倪。分析如下：
- 全球主要股票指數的變化呈現出「特普朗執政更有利美股」的觀感。雖然在特朗普及拜登執政的時期，標普500指數皆明顯上升，但期內的變化值差異近3倍，明顯與兩人執政時的經濟及利率變化有關；
  - 拜登執政期間，歐洲股市升幅較特朗普時超出2倍，得出「拜登執政更有利歐股」的觀感，亦與他們外交方針有所差異有關；
  - 中國內地與香港及新興市場的表現更是相形見绌。如火如荼的金融戰，包括2023年美國上市公司會計監督委員會(PCAOB)派團前往香港審查在美上市中概股的審計報告<sup>33</sup>，及其後美國證券交易委員會(SEC)進一步採取行動<sup>34</sup>，以及美國聯邦退休儲蓄投資委員會(FRTIB)宣布不再投資內地及香港市場<sup>35</sup>等等，都令資金自2023年起持續大幅流出內地與香港股市<sup>36</sup>，對滬深300指數及恒生指數的衝擊前所未見，受到牽連的MSCI新興市場指數變化同樣驚人。相關結果反映在投資者眼中，特朗普的張牙舞爪實屬虛張聲勢，反而拜登陽奉陰違的做法，才令投資者聞而生畏；
  - 受利率變化背馳影響，全球債市在特朗普時期的升幅約22%，相反拜登時期跌幅近12%。不過，市場預期今年下半年美聯儲將啟動減息程序，總統選舉投票日前債市走勢可能出現質變，公平而言兩組數據暫時未能作準；
  - 商品市場中，紐約期油受惠拜登窮兵黷武的外交策略，黃金則受惠特朗普減息方針，兩人政策各有擁護者。雖然兩人執政期間，MSCI美國房地產投資信託指數的變化相差近兩倍，但幅度皆在2%以內，兩人對商品市場表現的影響打成平手。

外交方面，美國針對中國發展已是兩黨共識，只是操作上差異。在兩人執政期間，中國GDP變化相若，反映特朗普的「單挑」策略或是拜登的「圍剿」策略，對箝制中國經濟效力不彰。歐元區經濟卻每況愈下，實際與自身長期內憂外患，而非美國總統人選有關。

<sup>33</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us-regulators-visit-hong-kong-fresh-round-audit-inspections-sources-2023-03-16/>

<sup>34</sup> 見美國證券交易委員會網站，<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-pcaob-113023>

<sup>35</sup> 見聯邦退休儲蓄投資委員會網站，[https://www.frtib.gov/pdf/reading-room/PressRel/PR\\_2023-11-14\\_I-Fund-Benchmark-Change.pdf](https://www.frtib.gov/pdf/reading-room/PressRel/PR_2023-11-14_I-Fund-Benchmark-Change.pdf)

<sup>36</sup> 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-01/china-stocks-see-largest-weekly-outflow-since-october-says-bofa>

## 宏觀策略

綜合上述分析，距離今年11月5日美國總統大選不足3季時間，預期拜登若要成功連任必先兼顧財政紀律下扛住經濟下墜壓力，減息是選項之一，但受制於忽悠的通脹數據，達標難度相當高，否則超棒的GDP數值都不能拯救拜登下滑的民望。回應上季分析，選舉年間美股將是全球股市的首選，外交上料維持甚至加力於壓抑中國資產，債市在減息憧憬下料走勢樂觀，商品市場短期波動料受民調導向所左右，詳情可參考下文分析。

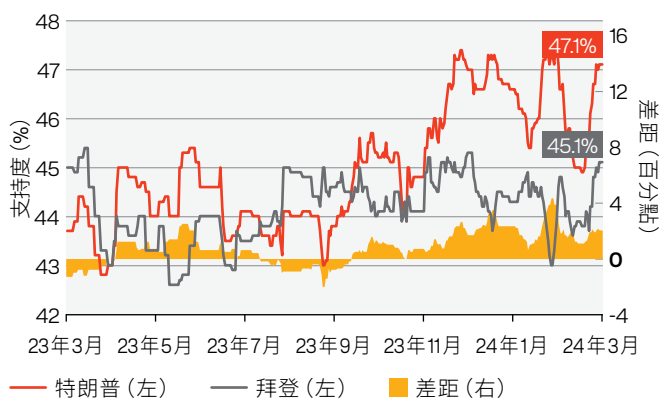
### 大選民調：主導政策風向和投資標的

美國總統大選前夕，現任總統普遍佔有優勢，主因可通過調配政策達到自帶光環的效果。比較其他成熟經濟體，拜登在經濟方面已交出不錯的成績單，照理其支持度應較對手們更高，但事與願違，當中折射出美國國內政治及文化撕裂愈見嚴重，選民對拜登執政存在諸多不滿。



參考Real Clear Politics截至香港時間今年3月2日的數據<sup>37</sup>，綜合7間傳媒及民調機構得出的平均值顯示，特朗普支持度暫時高於拜登約兩個百分點。在2023年首3季，兩人的支持度仍是叮嚀馬頭，支持度拐點出現在2023年11月，源於自2023年8月起，特朗普因涉嫌企圖推翻2020年總統大選結果而被刑事起訴共13項罪名，包括煽動公職人員違反誓詞和串謀一級偽造文書等<sup>38</sup>。不過，事件並沒有打擊他的聲望，反而令他自此氣勢如虹。相反，自2023年10月以哈衝突爆發後，希望藉戰事助威的拜登，其民望不升反跌，而且隨著戰事愈趨惡化，民望跌勢愈急。除了部分民間聲音反對拜登政府處理衝突的手法<sup>39</sup>，民主黨人亦開始對他提出質疑<sup>40</sup>，市場開始預測若拜登縱容以色列的時間愈長，他的總統職位面臨的風險就愈大<sup>41</sup>。為挽救民望，拜登政府不得不軟化對以軍支持的立場，除軟性警告以色列將失去國際支持<sup>42</sup>，亦已在加沙地帶空投人道物資<sup>43</sup>。在他的態度逆轉後，民望明顯反彈。

Real Clear Politics 提供美國總統大選民調結果



選票重於一切，預期投票日前民調將左右美國政府的政策。美國在俄烏戰事上已華麗轉身，反觀以哈問題漸成拜登的絆腳石，加上距離投票日時日沒多，盡快消除戰火的祛魅將有利拜登選情。

<sup>37</sup> 見Real Clear Politics網站，<https://www.realclearpolling.com/polls/president/general/2024/trump-vs-biden>

<sup>38</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/trump-charged-under-law-used-prosecute-mafia-bosses-2023-08-15/>

<sup>39</sup> 見NBC新聞網站，<https://www.nbcnews.com/politics/2024-election/poll-bidens-standing-hits-new-lows-israel-hamas-war-rcna125251>

<sup>40</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/inside-democratic-rebellion-against-biden-over-gaza-war-2024-02-27/>

<sup>41</sup> 見英國衛報網站，<https://www.theguardian.com/commentisfree/2024/feb/28/biden-netanyahu-israel-gaza-war-2024-election>

<sup>42</sup> 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/02/27/politics/joe-biden-israel-international-support/index.html>

<sup>43</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/world-middle-east-68457937>

美國過去多次反對聯合國有關加沙停火的議案，在顧及國體及與以色列關係之上，料未來投贊成票的機會不大，反而以美國主導的外交方式促成停火是較合理的推測。至於討論多年的「兩國方案」(Two-state solution) 等棘手問題，不應奢望一蹴而就，再者在人道問題過後，以哈問題作為全球焦點將被淡化。早在2023年的《宏觀策略》章節中預測，「印太戰略」<sup>44</sup> 框架下，位處中國北部的俄羅斯及西南部的中東地區戰事只是「暖身」動作。美國同時介入多條戰線的成本偏高，盡早撤出較為合理。投票日愈近，美國的軍事資源料將轉為集中在亞洲地區，估計以海軍衝突為主，而且主要在圍繞中國的日韓、台海及南海比鄰的海域，但屬「動口不動手」機會偏高。

槍火交鋒降溫將減少全球能源需求，制裁等對立局面有機會緩和及紅海襲擊或會平息，有助全球運輸成本由高位回落，將不利油價走勢及各股市中的能源板塊，尤其歐美及印度等在2023年盈利水漲船高的能源企業。同時，若全球通脹跌勢加快將可鞏固各央行啟動減息周期的基礎，也會刺激企業債券、派息類及周期性股份的表現。

另一方面，當特朗普民望首次超越拜登時，華爾街便開始討論「特朗普組合」的長倉部署，例如預測利率有更大的減幅、各場熱戰盡快平息、與歐洲等盟國關係逆轉等結構性轉變。如果未來特朗普民望持續拋離拜登，資金將在投票日前繼續增持此類投資主題。

極端變數亦不容忽視。年齡和健康狀況將是選民重要的考量點，現年81歲的拜登和77歲的特朗普，皆努力試圖證明自己能夠勝任有餘。此外，特朗普正為多項刑事審判而疲於奔命，並可能需要支付巨額罰款或民事訴訟罰金，結果難料。政治一日都嫌長，風險管理為先。

各資產部署詳情可參閱本季《股票》及《債券》章節。

## 中國「兩會」：為未來外交及經濟定調

2023年第2季標題是《一決勝負》，當時預測兩會確立中國新領導班子的領導方針，尤其在經貿及外交上轉為以更積極的態度應對外來挑戰，盡顯「鬥而不破，但也鬥而怕破」的決心，群雄亂戰將撼動全球經濟。1年後的今天，可幸是方向上與當時預測相若，不幸是全球的亂局較想像中更糟。

歐美主導的「脫鉤斷鏈」政策是要將產業鏈由中國轉移至東南亞，形成所謂「友岸外包」(Friendshoring) 的國際新經濟模式<sup>45</sup>。而中國就以「新三樣」，即是電動車、鋰電池、太陽能電池，取代服裝、家具、家電的「老三樣」來迎戰，通過提升產業鏈質量來維持國際貿易領先地位<sup>46</sup>。

2023年第4季標題是《冷和》，其時預測中美彼此未有足夠壓倒對方的勝算時，兩國博弈將迎來拐點，暫且休戰重整旗鼓為權宜之計。結果中美元首在2023年11月會面後，兩國關係略見改善，例子包括：

- 中美官員恢復有關限制芬太尼原料生產的談判<sup>47</sup>；
- 兩國國防部舉行年度中美防務政策協調會談<sup>48</sup>；
- 中國外交部長王毅在泰國會見美國國家安全事務助理沙利文<sup>49</sup>；
- 中國商務部部長王文濤在阿布扎比會見美國貿易代表戴琪<sup>50</sup>。

1年過去，投資者關注今年兩會期間中國外交的取態有否轉變，與如何平衡國際格局中博弈，對往後投資市場極之重要。

<sup>44</sup> 見美國白宮網站，<https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/02/U.S.-Indo-Pacific-Strategy.pdf>

<sup>45</sup> 見世界經濟論壇網站，<https://www.weforum.org/agenda/2023/02/friendshoring-global-trade-buzzwords/>

<sup>46</sup> 見中國人民網網站，<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2023/1218/c1004-40141187.html>

<sup>47</sup> 見布魯金斯學會網站，<https://www.brookings.edu/articles/us-china-relations-and-fentanyl-and-precursor-cooperation-in-2024/>

<sup>48</sup> 見美國國防部網站，<https://www.defense.gov/News/News-Stories/Article/Article/3641103/pentagon-officials-host-chinese-counterparts-for-high-level-talks/>

<sup>49</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/white-houses-sullivan-meet-with-chinas-foreign-minister-bangkok-2024-01-26/>

<sup>50</sup> 見南華早報網站，<https://www.scmp.com/news/china/diplomacy/article/3253302/chinese-commerce-minister-meets-us-trade-representative-wto-conference-abu-dhabi>

## 宏觀策略

### 外交：溫婉而堅定

中國外交部長王毅就「中國外交政策和對外關係」回答中外記者提問時，釋出最新外交取態的端倪，亦為投資市場帶來啟示，內容節錄包括<sup>51</sup>：

- 全球格局：「我們願同各國一道，共同建設一個持久和平、普遍安全、共同繁榮、開放包容、清潔美麗的世界。道路可能是曲折的，但前景一定是光明的」；
- 中美關係：「立場是習近平主席提出的三原則：相互尊重、和平共處、合作共贏。這既是對中美關係半個多世紀經驗教訓的總結，也是對大國交往規律的把握，應當成為中美雙方的共同遵循和努力方向」；
- 中歐關係：「中歐並沒有根本利益衝突，也沒有地緣戰略矛盾，雙方的共同利益遠遠大於分歧。只要中歐開放共贏，逆全球化就不會得勢」；
- 地緣戰事：「任何理由都不能再為衝突延續辯解，任何借口都不能再為平民被殺戮開脫。國際社會必須緊急行動起來，將立即停火止戰作為壓倒一切的首要任務，將確保人道救援作為刻不容緩的道義責任」；
- 區內關係：「我們堅持與鄰為善。尊重彼此核心重大關切，保持密切高層交往，增進人民相知相親，使睦鄰友好深入人心，命運共同體意識落地生根」；
- 經濟結盟：「『全球南方』不再是『沉默的大多數』，已經成為國際秩序變革的關鍵力量，是百年變局的希望所在」；
- 人工智能發展：「關注的主要是三個確保：一是確保有益。人工智能的發展有利於人類共同福祉，符合人類倫理規範，符合國際法規則，符合人類文明進步方向。二是確保安全。人工智能始終處於人類控制之下，不斷提高可解釋性和可預測性，為此要建立各種風險評估和管控機制。三是確保公平。在聯合國框架下成立人工智能國際治理機構，各國都能在人工智能的發展進程中平等參與、平等受益」。

堅定的答案與過去處理外交事務上如出一轍，但圓滑的辭令較之前偏向強硬的風格有所緩和，至少言詞間彷彿拒絕了美方提出競爭的「邀請」，這亦將是未來中美為主軸的全球博弈新常态。世界回不了昔日中美關係的光景，更遑論由歷史學家尼爾·費格遜 (Niall Ferguson) 和經濟學家莫里茨·舒爾里克 (Moritz Schularick) 提出的全球「中美共治」(Chimerica) 模式<sup>52</sup>。世界經濟將如何適應及尋找各自處世方向，相信是各國領袖未來的必答題。



<sup>51</sup> 見中國人民網網站，<http://lianghui.people.com.cn/2024/BIG5/458541/458666/index.html>

<sup>52</sup> 見哈佛商學院網站，[https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/10-037\\_0fdf7d5e-ce9e-45d8-9429-84f8047db65b.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/10-037_0fdf7d5e-ce9e-45d8-9429-84f8047db65b.pdf)

### 經濟：穩紮穩打的操作

歐美媒體近年充斥著對中國經濟悲觀的論調，主要認為中國有可能步日本經濟長期低迷的後塵<sup>53</sup>，或者長期停滯不前<sup>54</sup>，因而呼籲不要投資中國市場<sup>55</sup>。當然中立評論不乏<sup>56</sup>，但在耳濡目染下，各路投資者對中國經濟及相關資產皆已心存戒備。

引述曾任世界銀行首席經濟師、現任全國政協經濟委員會副主任林毅夫在北京大學《中國經濟專題》課程中的節錄內容<sup>57</sup>，他認為：

- 傳統概念上當人口負增長，勞動力佔比下降，人口紅利消失後經濟增長便要下滑。但只要人口老齡化前，政府增加教育投入，提高勞動力質量後，有效勞動不一定會下降。中國的人口紅利沒有消失，「人才紅利」正在形成，正是有效勞動的增加；
- 上世紀80年代期間，為了遏制日本發展，美國國會通過法案以日本對美國構成了不公平競爭為由，打壓日本的貿易。為使美國取消對其制裁，日本接受了放棄當時如日中天的科技產業。但日本的情況不會在中國發生，因中國人才多、國內市場大、產業配套齊全、傳統產業為主等，與當時日本截然不同；

- 2035年之前，中國經濟還有8%增長潛力，每年可實現5至6%增長。從2036到2050年，應該還有6%增長潛力，最終實現每年3至4%增長。由此推算，中國每年對世界經濟增長的貢獻可達3成左右。因此，中國還是增長貢獻最大的國家，市場擴張最快的國家。

今年兩會中，如何在經濟政策上落墨是市場焦點之一。「新質生產力」及「消費以舊換新」成為中國未來經濟發展的重點，當局將今年經濟增長目標訂在5%左右，符合市場預期，亦有利經濟走出陰霾，按部就班且穩紮穩打的操作將有助投資者重拾對中國經濟及資產的信心。更多詳情可參閱《股票》章節。

#### 本章總結：

- 全球經濟螺旋式下墜情況未見改善，彼此仍在面臨衰退的困境中掙扎
- 全球多個國家將舉行大選，結果將左右未來國際政經局勢
- 美國總統大選年間，民意走向與兩黨之爭，間接影響全球資產市場
- 中國在兩會釋出在外交及經濟上採取穩紮穩打操作的訊號

<sup>53</sup> 見紐約時報網站，<https://cn.nytimes.com/opinion/20230726/japan-china-economy/zh-hant/>

<sup>54</sup> 見國際貨幣基金組織網站，<https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/12/China-bumpy-path-Eswar-Prasad>

<sup>55</sup> 見今日商業網站，<https://www.businessday.in/latest/world/story/dont-invest-in-china-now-goldman-sachs-wealth-management-cio-issues-warning-despite-stock-market-fall-420126-2024-03-05>

<sup>56</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/02/13/treating-china-as-un-investable-would-be-the-wrong-call-strategist.html>

<sup>57</sup> 見北京大學新結構經濟學研究院網站，<https://www.nse.pku.edu.cn/sylm/xwsd/534232.htm>



## 循序漸進

東亞銀行經濟研究部



# 2024年第2季經濟展望

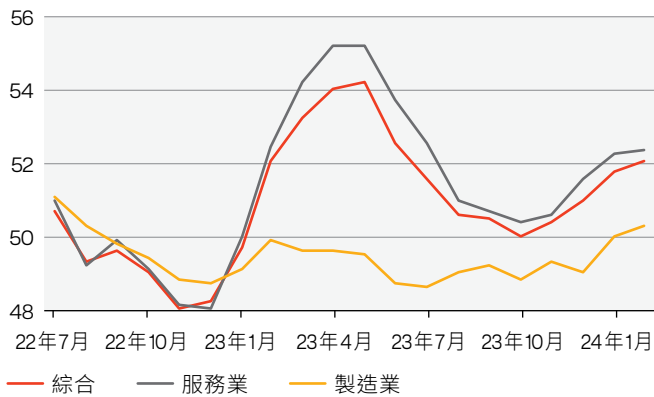
先進和新興經濟體今年將呈雙軌復甦走勢

## 環球經濟展望

### 環球經濟續現韌性，通脹大致保持回落走勢

環球經濟增長動力漸趨平衡。今年第1季，環球經濟各個環節均取得積極發展。首先，環球製造業採購經理指數顯示工業活動恢復擴張，結束了長達16個月的收縮走勢，這反映環球需求經過一段時間去庫存後，逐步恢復穩定。加上，人工智能蓬勃發展推動了相關產業鏈的產出、出口和投資。第二，環球服務業採購經理指數顯示服務業活動保持較快增長，主要受到旅遊活動進一步擴張，特別是中國內地遊客出境遊人次增長加快，以及先進經濟體私人消費保持平穩所支持。第三，金融狀況在加息周期見頂的預期下輕微放鬆，減低了高利率對消費和投資所構成的制約。

全球採購經理指數



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日  
>50表示擴張

通脹大致保持回落走勢。隨著主要經濟體實施緊縮貨幣政策、市場供求狀況回復基本平衡和企業的定價策略趨於審慎，環球通脹整體保持降溫走勢。今年初，美國通脹略有反覆，但通脹預期保持大致穩定。加上，2023年的樓價和租金增幅從高位放緩料將逐漸引導住屋通脹回落，讓整體通脹壓力得到緩解。歐洲的高通脹問題在能源供應穩定和經濟增長疲弱下持續改善。至於亞洲通脹則普遍維持溫和。目前，環球經濟已進入對抗通脹的關鍵階段，未來的通脹走勢或會起伏不定，特別是歐美通脹有機會徘徊在其央行的政策目標之上一段時間。此外，地緣政治緊張局勢構成的通脹風險仍未消退，如紅海事件持續已令國際航運費用顯著上升。

環球主要央行將為調整貨幣政策作出準備。2022年以來，本輪環球貨幣緊縮周期歷時大約兩年，並以近數十年來最進取的速度加息。顯然，隨著通脹逐步回落，大部分主要央行的利率水平已明顯高於通脹，長期維持緊縮貨幣政策的必要性也隨之下降。我們預期歐美主要央行將於今年年中前後開始減息，減息速度料傾向審慎有序，這同時為亞洲央行提供減息空間。由於日本正從超寬鬆的貨幣政策走向正常化，預計日本央行會以緩慢的速度趨向緊縮貨幣政策，與其他主要央行趨向減息的取態截然不同。

在外貿回升、服務活動暢旺和勞工市場穩健的支持下，環球經濟的復甦勢頭有望更趨平衡。再者，我們預期大部分主要央行於今年年中前後啟動減息，環球緊縮貨幣環境有望得到舒緩，有助促進消費和投資信心改善。整體而言，我們預期先進和新興經濟體在今年將呈雙軌復甦走勢，料美國經濟增長輕微放緩至接近2%，歐洲則有望走出停滯並回復低增長。而中國內地、香港和亞洲的經濟將穩中有進，實現平穩增長。



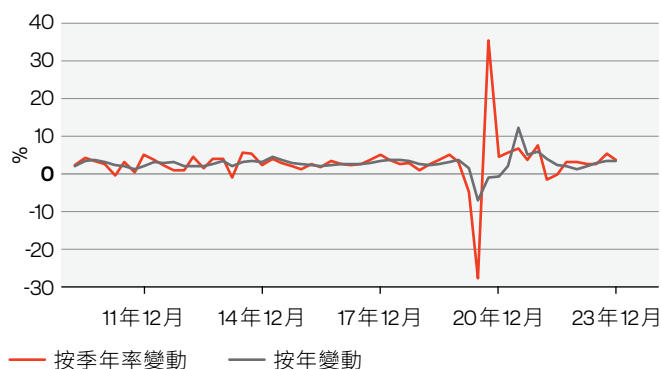
## 宏觀經濟

# 美國經濟展望

### 美聯儲維持減息3次中位數預測，核心通脹保持黏性

2023年美國經濟表現穩健，預料今年將溫和放緩。2023年美國經濟增長較2022年有所加快，其第4季增長以按季年率計算達3%左右，顯示美國經濟就算在貨幣環境快速緊縮下，因消費者和家庭開支受到強韌的就業市場所支持，連同投資和政府開支，能繼續為經濟增長帶來正面貢獻。縱使月度之間的數據或有反覆，但今年初多項美國領先經濟指標，如密歇根大學消費者情緒指數、供應管理協會及標普全球採購經理指數等，均顯示其經濟大致保持穩步增長。然而，持續高息環境勢將制約美國經濟表現，特別是對商業投資的打擊，而私人消費亦料會受到就業市場降溫和早前寬鬆財政政策復歸正常等所影響，我們預期今年美國的經濟增長將溫和放緩。

#### 美國國內生產總值增長率



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

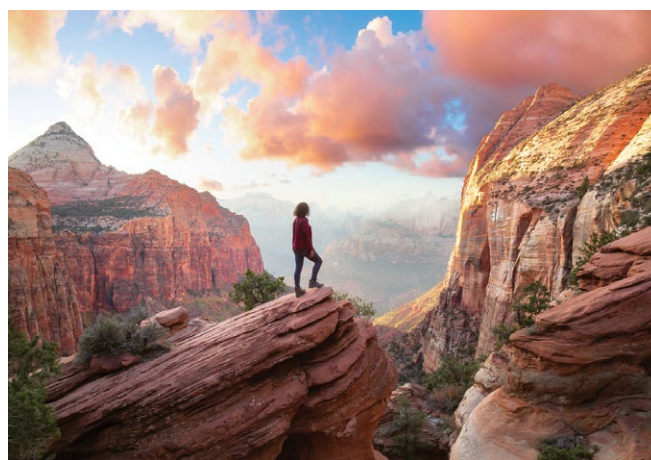
通脹回落至政策目標的最後一公里仍具挑戰。美國通脹自2022年上半年見頂以來，一直維持回落趨勢，於2023年下半年更受惠於高比較基數、供應鏈和需求回復正常而以較快速度回落，惟近月通脹回落的速度則有所減慢，顯示通脹（特別是核心通脹）回落至政策目標的最後一公里仍具挑戰。以個人消費開支（PCE）物價及其核心指數計算的通脹，已分別從2022年的高位7.1及5.6%回落至2023年底2.6及2.8%，惟今年首兩個月兩者回落的速度明顯放慢。在各通脹組成項目中，核心服務價格（扣除租金）仍具黏性，與就業市場保持韌力有關。雖然各項就業數據已從疫情後的高位有所放緩，但失業率處於較低水平、新增非農職位數目穩健、平均時薪持續高於與通脹目標相適應的水平，均可能為通脹（特別是核心通脹）持續回落至政策目標帶來壓力。

#### 美國個人消費開支物價指數



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

美聯儲再次保持息率不變，點陣圖亦維持今年減息3次的中位數預測。美聯儲在今年3月的議息會議繼續維持利率不變，其公開市場委員會的點陣圖則上調了今年至2026年經濟增長及今年個人消費開支價格核心指數的中位數預測，並維持了今年減息3次合共75基點，以及下調2025年減息4次至3次的中位數預測。目前，美聯儲指出需要更大信心確信通脹將持續回落至2%目標才會開展減息，但美聯儲主席鮑威爾曾指距離獲得該信心已經不遠，且在議息會議後的記者會亦提到今年1及2月的通脹較預期為高是通脹回落過程中的一些反覆，料不致令美聯儲對通脹和息率走勢的評估產生太大影響。我們預期美國將在今年年中前後開始減息，隨後減息的步伐約為每季25基點。此外，鮑威爾亦指出會於不久將來開始放慢縮表步伐，以減低貨幣市場或因流動性緊張而可能受壓的風險。

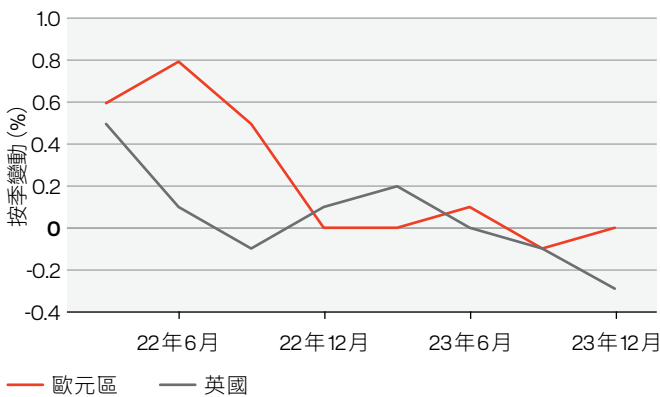


# 歐洲經濟展望

## 歐洲經濟從2023年秋冬季黯淡前景略有改善

歐洲經濟大致停滯的趨勢未變。受制於利率高企、財政提振力度減弱及地緣政治緊張局勢升溫等困擾，2023年下半年歐元區經濟動力疲弱。繼2023年第3季經濟實質按季收縮0.1%後，同年第4季表現持平。2023年全年，歐元區經濟雖然輕微增長0.4%，惟各主要成員國表現分化。其中，德國經濟受製造業疲弱所拖累，全年收縮0.1%；法國及意大利經濟分別溫和增長0.9及1.0%；西班牙經濟則受惠於旅遊等服務業表現強勁所帶動，全年增長2.5%。英國方面，2023年第4季淨出口表現惡化，加上家庭和政府消費開支疲弱，拖累英國經濟在2023年下半年連續兩季錄得收縮，陷入技術性衰退。2023年全年，英國經濟僅輕微增長0.1%。不過，今年初的商業調查指標顯示，歐元區及英國的綜合採購經理指數雙雙回升，反映區內經濟正從2023年秋季低迷水平逐漸復甦，而西班牙及意大利等依賴服務業的南歐經濟體表現則仍較具韌性。

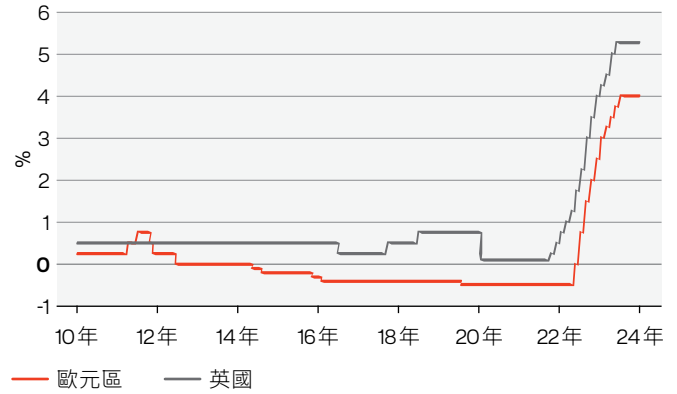
### 歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

歐洲通脹需時回落至政策目標水平，央行維持審慎的貨幣政策取態。歐元區及英國通脹延續溫和和放緩趨勢，主要受惠於能源價格持續下滑，以及部分商品價格低企。不過，鑑於勞工市場偏緊及工資增長較快，服務相關的通脹壓力持續，顯示兩地通脹回落至2%政策目標的最後一英里的道路並不平坦。因此，歐洲央行及英倫銀行自2023年10月維持利率不變以來，雖然皆認為通脹有放緩之勢，但兩地央行皆表示需要獲得更多勞工市場狀況、工資增長和服務業價格等證據，才能有更大信心確認通脹正持續返回其政策目標。我們預期歐洲央行或於今年年中前後具備下調政策利率的空間。英國則鑑於其通脹水平仍然偏高，預料英倫銀行或會稍遲才開始減息。

### 歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

展望未來，歐洲經濟從2023年秋冬季低迷之中已見略有改善，或可支持當地經濟走出大致停滯的困局，並有望錄得輕微增長。通脹回落及工資增長較快均有助改善家庭實質收入，鞏固消費開支。另外，在減息預期升溫，貨幣環境從緊縮逐漸走向中性下，亦有助提升企業投資意欲。然而，地緣政治局勢緊張則可能影響全球供應鏈穩定，並拖慢其貿易復甦的進程。



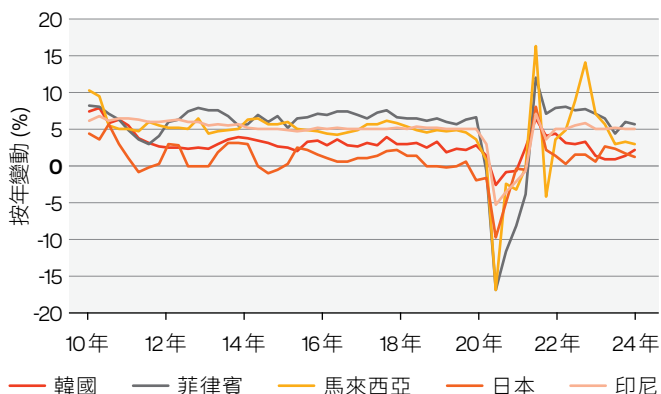
## 宏觀經濟

# 亞洲經濟展望

### 隨著出口回升，亞洲經濟復甦勢頭進一步穩固

在利率持續高企下，2023年環球商品需求放緩，加上電子產品周期仍處於調整階段，令多個亞洲出口導向型的經濟體持續受壓。亞洲經濟體的經濟在2023年普遍放緩，但日本的經濟則受惠於匯率下滑、大宗商品價格回落和汽車出口穩健的刺激而有所加速。不過，2023年第4季以來，環球貿易活動漸見回穩，尤其是半導體產業在人工智能需求急增的帶動下顯著復甦，同時區內旅遊業活動亦見活躍，讓亞洲經濟體的出口呈逐步回升勢頭，並成為穩定區內經濟增長的重要力量。

#### 亞洲個別經濟體的國內生產總值



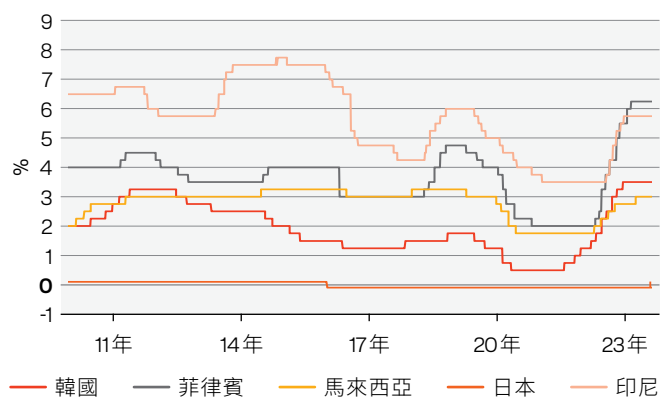
資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

今年第1季，亞洲出口延續回升趨勢，區內大部分經濟體的商品出口錄得按年上升，反映外圍需求持續回暖。此外，隨著簽證互免政策生效和國際航線恢復，中國內地旅客出境旅遊的需求快速復甦，不少亞洲城市均是中國內地旅客的熱門旅遊市場，這為亞洲經濟復甦注入了更多新動力。再者，亞洲勞工市場保持穩健，失業率持續處於較低水平。整體而言，我們預計亞洲經濟可延續穩步增長。

亞洲通脹持續放緩，並逐步趨向通脹目標水平。受惠於大宗商品的低基數效應和食品價格回落，今年第1季區內通脹問題進一步改善，大部分亞洲經濟體的消費物價通脹已放緩到2至3%左右的央行通脹目標水平。事實上，亞洲沒有出現歐美市場的經濟過熱問題，加上匯率基本穩定，區內潛在通脹壓力大致平穩，料亞洲整體通脹有望進一步受控，並回落至各亞洲央行的目標區間。

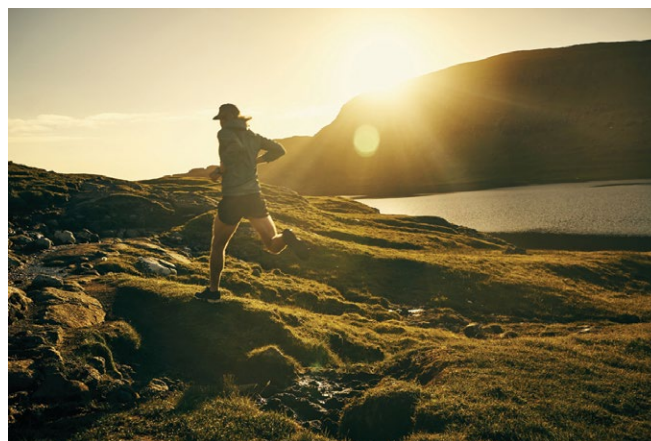
除日本央行外，其他亞洲央行有望放寬貨幣政策。即使通脹顯著回落，今年第1季大部分亞洲央行仍維持利率不變，主要是考慮美聯儲和歐洲央行等主要央行仍未採取放寬行動，特別是外匯市場有機會因貨幣政策轉變而大幅波動。隨著美聯儲和歐洲央行在下半年或會啟動減息周期，大部分亞洲央行將有空間跟隨放寬貨幣政策。另一方面，日本央行於今年3月宣布結束負利率政策，將基準利率上調至0至0.1%區間，並同時結束控制孳息曲線及購買交易所買賣基金和房地產投資信託基金等。縱使日本央行結束了負利率政策，但未來任何進一步緊縮的舉措料只會審慎和有序地進行，整體金融狀況將維持寬鬆。

#### 亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

在出口回升和內部需求穩固的帶動，加上美聯儲和歐洲央行預期在今年年中減息，將有助刺激跨境投資活動，預計亞洲經濟可保持穩中向好的發展勢頭，區內經濟增長動力有望逐步加強，並於下半年加速。整體上，我們預料今年亞洲經濟體的經濟增長速度將較2023年有所加快。

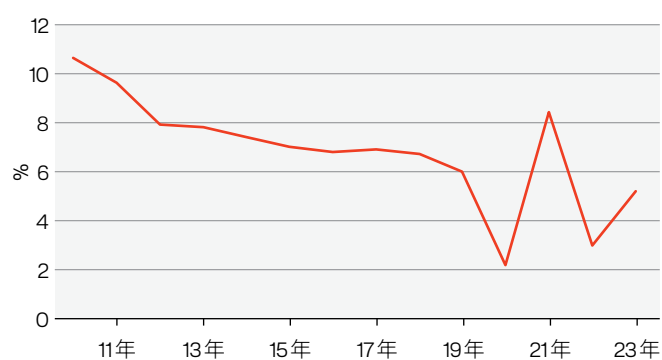


## 中國內地經濟展望

### 2024年初內地經濟起步平穩

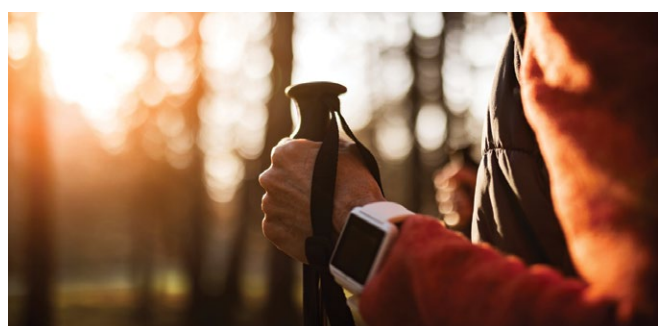
2023年中國內地經濟穩步復甦。隨著經濟及社會活動於疫後有序復常，內地於2023年實質國內生產總值增長5.2%，超出5%左右的政府工作目標。年內，最終消費支出是推動經濟增長的最大動力，其次為資本形成總額，兩者共同抵銷淨出口對經濟增長的拖累。

#### 中國內地經濟年度增長

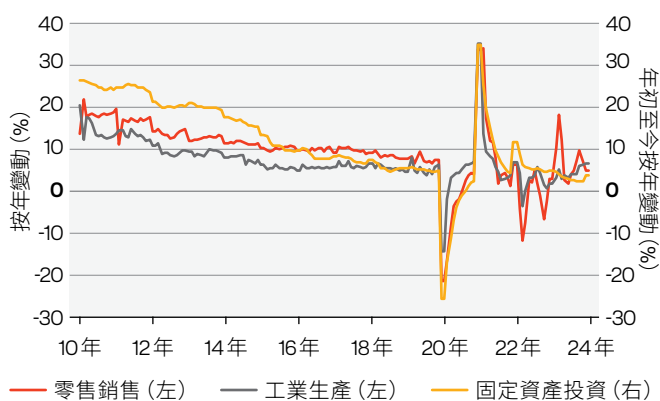


資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

今年內地經濟起步平穩並延續回升向好態勢。在經濟有序復常和內地當局加大宏觀政策支持的背景下，今年首兩個月主要經濟指標大致優於預期。受惠於春節假日暢旺氣氛，餐飲、住宿、交通等活動錄得顯著增長，1至2月的服務業零售額按年上升12.3%。同時，零售銷售表現穩健，首兩月社會消費品零售額按年增長5.5%。工業生產亦持續向好，首兩月按年增長7.0%，較2023年12月的6.8%升幅為高，主要受到高技術製造業（如：電子及通信設備製造業）、消費相關的製造業及工業出口改善所支持。另外，固定資產投資亦有改善跡象，按年增速從2023全年3.0%加快至今年首兩個月4.2%，其中民間投資扭轉了跌勢，於首兩月錄得0.4%按年升幅。按行業劃分，製造業及基建投資增長分別加快至9.4%及6.3%，抵銷了房地產投資疲弱的拖累。此外，上述數據尚未反映國務院於今年3月中發布《推動大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案》，預料方案將推動升級類商品（如：汽車、智能家電）及先進設備相關的消費及投資需求。



#### 中國內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

房地產市場仍處於低位整固階段。今年1至2月，商品住宅銷售、住宅新開工面積及房地產開發商到位資金分別按年下跌32.7、29.7及24.1%，反映房地產市場仍大致處於低位整固階段。不過，個別指標略有回穩跡象，如一線城市二手樓價按月跌幅收窄，以及住房相關的零售銷售表現有所改善等。事實上，自2023年以來，內地當局持續加強對房地產市場的支持力度，以保交樓、提振購房者信心、為優質房地產開發商提供穩定資金環境，以至加大發展保障性住房等為目標，推動房地產行業平穩健康發展。具體措施包括：下調5年期貸款市場報價利率、降低各類按揭貸款利率、重啟抵押補充貸款、建立房地產項目「白名單」以提供融資支持等。

增強宏觀政策取向一致性，鞏固和增強經濟回升向好態勢。今年政府工作報告將經濟增長目標設定於5.0%左右，既考慮了促進就業增收、防範化解風險等需要，亦與“十四五”規劃和基本實現現代化的目標相銜接，也考慮了經濟增長潛力和支撐條件。內地當局將繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，加強政策工具創新和協調配合。財政政策方面，今年的預算赤字率設於3%；地方政府專項債發行目標上調1,000億至3.9萬億元人民幣；並再次發行超長期特別國債1萬億元人民幣，以支持國家重大戰略發展項目。貨幣政策方面，將保持流動性合理充裕，社會融資規模、貨幣供應量與經濟增長和價格水平預期目標相匹配，促進綜合融資成本穩中有降，並大力發展科技金融、綠色金融、普惠金融、養老金融和數字金融等，故我們預期今年將尚有進一步下調存款準備金率和政策利率的空間。總體而言，我們預期今年內地經濟動力將更趨平衡，並聚焦加強新質生產力及推動高質量發展。

## 宏觀經濟

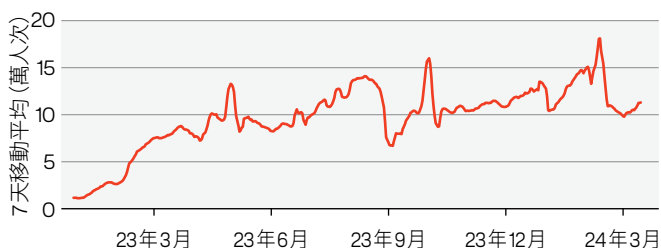
# 香港經濟展望

### 香港經濟復甦將趨更加平衡

在私人消費及訪港旅遊復甦的支持下，2023年香港經濟錄得3.2%的穩健增長，預期今年將邁向更平衡的復甦。踏入2024年，私人消費及訪港旅遊業將繼續是香港經濟復甦的主要動力，當中勞工市場穩健，以及香港特區政府推出的吸納人才和提振經濟措施奏效，均有助支持私人消費表現。此外，市場預期環球主要央行將於今年年中前後開始減息、《財政預算案》推出有利經濟、股市和樓市復甦措施，並推動大型基建項目上馬，再加上，中國內地經濟延續回升向好趨勢，以及外貿表現有望逐步靠穩等，將支持香港整體經濟表現並邁向更平衡的復甦。香港特區政府最新預測今年全年經濟增長將介乎2.5至3.5%。

#### 訪港旅客數據

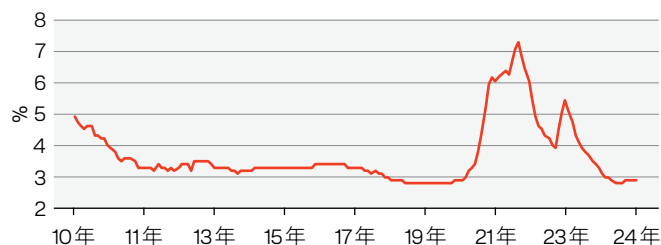
每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2024年3月22日

訪港旅遊業料將進一步復甦。今年1月及2月訪港旅客合共約780萬人次，達2018年同期七成以上水平。從今年3月起，個人遊計劃擴展至西安市和青島市，再加上香港特區政府計劃推動盛事經濟及多元特色旅遊活動，將進一步帶動入境旅遊復甦。

#### 香港失業率



資料來源：香港政府統計處，數據截至2024年3月22日

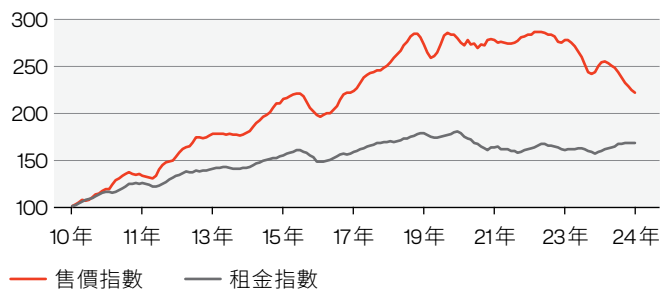
就業市場靠穩有利支持本地消費。今年初香港失業率一直維持於約3%左右的接近全民就業水平，就業不足率則維持在1%左右。為應付經濟長遠發展的人才需要，香港特區政府推出多項人才計劃，成效顯著。2023年全年約有9萬名人才來港，超出全年輸入3.5萬名人才的目標。當中，經高端人才通行證計劃來港的人才約有3.6萬名，大量海內外人

才來港勢將為本地消費帶來新的需求，有助部分抵銷近期港人北上消費熱潮的影響。

息率回落及政策措施出台預期將推動香港經濟更平衡發展。目前，市場普遍預期主要央行將於今年年中前後開始有序減息，港元利率亦將見頂回落，香港貨幣環境有望逐漸寬鬆，既有助推動資產市場回穩，亦可促進商業投資和私人消費信心恢復。再者，2024至25年度《財政預算案》公布多項家庭和企業支援措施、一系列涉及金融業、創科和大灣區建設的政策措施，以及多項大型基建項目等，為香港經濟創造大量業務和就業機會。

#### 香港住宅售價及租金指數指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2024年3月22日

樓市政策放寬有利住宅物業交投回升。在貨幣政策快速收緊的環境下，香港住宅樓市經歷兩年的有序整固（住宅樓價指數於2022年及2023年分別按年下跌15%和7%，2024年1月錄得按月下跌1.6%），並於2023年創下住宅買賣宗數的紀錄新低，令部分準買家持觀望態度。2024至25年度《財政預算案》撤銷所有住宅物業需求管理措施，隨後金管局亦對物業按揭貸款逆周期宏觀審慎監管措施及相關監管政策作出調整。在措施推出後的數星期內，住宅樓市交投有明顯回升的跡象，或有助於緩和樓市下行壓力。我們預期美聯儲在今年年中前後開始減息，香港住宅樓價料將逐步回穩，全年呈先低後穩趨勢。

#### 本章總結：

- 環球經濟復甦動力更趨平衡，通脹延續回落走勢，主要央行料於今年年中前後開始調整貨幣政策
- 美國經濟增長料溫和放緩，通脹回落至政策目標仍具挑戰，美聯儲維持今年減息3次的中位數預測
- 今年中國內地經濟起步平穩，內地當局將增強宏觀政策取向一致性，延續經濟回升向好的態勢
- 今年香港經濟將邁向更平衡復甦，住宅樓價將呈前低後穩趨勢

## 派對之後

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊





## 股票

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

## 派對之後

屢創高峰之際，調整好投資心態較依賴冰冷的技術分析來得重要

上季標題是《乾坤挪移》。當時全球股市異象處處，資金偏重於成熟市場，尤其是科技相關的增長型板塊。可是歷史數據顯示，當成熟市場多次加息後，經濟勢將出現衰退，經濟表現與股市走勢背馳仍是現時的核心投資風險之一，但此情況對防守類股份反而有利。減息一直只聞樓梯響，高利率依然壓抑資金流，為高息股及價值股提供了反撲空間，金融股隨著美國地方銀行問題的陰霾逐步消散，料有望成為逆市奇葩。對於本季的股票投資策略，投資組合中仍應繼續配置氣勢如虹的科技股，但同時須進一步多元化美股組合。歷年美國總統大選年間，美股表現完勝其他主要股市，尤以防守性及價值型股份表現較為突出，歷史數據與現況分析不謀而合。過去預測大致與現在結果相若。

本季標題是《派對之後》。今天「唯恐錯過 (Fear of Missing Out, FOMO)」心態營造出狂歡熾熱的氛圍，全球投資者前仆後繼地湧入3大投資主題，分別是美股、日股及科技股。

美股創歷史新高，資金流向顯示個人投資者持續湧入之際，機構投資者和國際資金卻已率先轉戰亞洲股市。短期動態預示，美股向上的動力正在減弱，尤幸的是當前估值尚算合理，科技股以外的板塊輪動，才是美股真正的主菜。日股同樣創歷史新高，各動態指數反映日股正氣勢如虹，惟估值已嚴重偏離基本因素，技術指標亦預示升勢將會放緩。同時，日股的盈利預測十分參差，真正支持當前升勢的行業寥寥可數，政經因素若變得不利，或成為日股的索命符。

科技狂熱籠罩全球，顛覆創新的壟斷成為部分科技股的護城河，當中人工智能 (AI) 及芯片行業更是牢不可破。「別無他選 (There is No Alternative, TINA)」心態誘使資金流入各地的科技股份。歷史上創新產業鏈的演進主導行內企業的盈利表現。科技股屢創高峰之際，調整好投資心態較依賴冰冷的技術分析來得重要。

美股、日股及科技股3大派對內，各人情緒仍正亢奮，但當音樂驀然停止一刻，眾人勢將盡興而歸，依然留戀派對的餘溫者，最終只會感到落寞蕭殺。更不幸的是，若派對突然出現任何閃失，嘉賓慌忙逃跑，互相踩踏造成血流成河，結果只會令人惋惜。樂極生悲的警惕在激昂情緒中，總是忠言逆耳。

## 美股創新高：高處不勝寒

截至今年3月12日，標普500指數收市報5,175點，創出自1957年3月4日成立以來的新高，預計未來好大可能再創高峰。回顧該指數的里程碑，首次突破100點整數大關共用了約11年。其後再足足花了近30年時間，在1998年才突破1,000點大關。往後美國經濟騰飛及央行多次推行量化寬鬆政策，帶動該指數拾級而上，升破2,000及3,000點關口只分別用了17及5年時間。讓人難以置信的是，標普500指數是全球疫情的「受害者」，當時各國央行齊心再大幅提高流動性，以挽救受疫情重創的經濟，令資金湧入美股，最後只花了約兩年時間便升穿4,000大關，破關的時間一次較一次短。適逢近年AI大行其道，標普500指數在突破4,000點後，僅花掉約3年時間，在今年2月9日成功升穿5,000點大關。

AI行業正顛覆全球，FOMO心態驅使全球資金在千禧年科網泡沫後，再次蜂擁擠進美國科技股。不過，2000年科網泡沫爆破的教訓仍歷歷在目，投資者心底裡不禁反問：科技股現時只升不跌的神話式走勢何時逆轉？

標普500指數歷史數據：

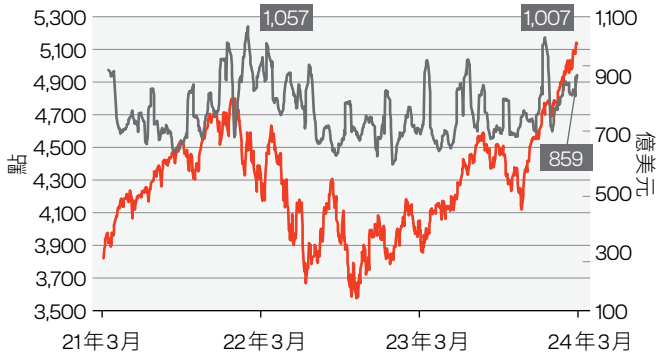
日期	收市價 (點)	與上一重要點數 關口相距年數
1957年3月4日	44.1	不適用
1968年6月4日	100.4	11.3
1998年2月2日	1,001.3	29.7
2014年8月26日	2,000.0	16.6
2019年7月12日	3,013.8	4.9
2021年4月1日	4,019.9	1.7
2024年2月9日	5,026.6	2.9

資料來源：彭博，數據截至2024年3月4日

### 資金流向：美股升勢料將放緩

標普500指數升勢很大程度上是受惠於投資者FOMO的心態，驅使全球資金匯聚美股。參考標普500指數每天成交金額數據，年內10天滾動平均值約766億(美元，下同)，較3年平均712億高約7.6%。截至今年3月4日，年內標普500指數同樣上升約7.6%，走勢與成交量升幅吻合。在3月4日當日，成交金額的滾動平均值報859億，相較上一次高位約1,007億，仍有17%的潛在上升空間，距3年峰值約1,057億更有23%的距離，反映資金仍有力帶動指數再創高峰。

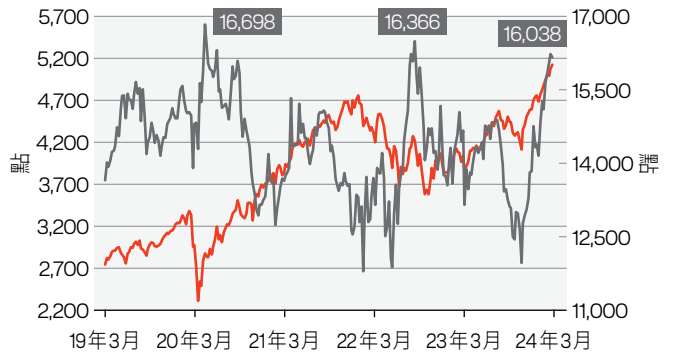
#### 標普500指數走勢與每日成交金額(10天滾動平均值)



資料來源：彭博，數據截至2024年3月4日

再參考以機構投資者為主的「精明錢」資金流指數，得出的結果卻截然不同。過去3年該資金流指數的走勢與標普500指數背馳，反映「精明錢」在股票指數弱勢時不斷趁低吸納股票，為推動股市由弱轉強的先驅。當「精明錢」意識到指數將近見頂，每每是個人投資者入場接力延續指數升勢之時，「精明錢」的交投同時減少，甚至悉數獲利離場。若當個人投資者的交投都出現呆滯時，股市往往會應聲下跌。截至今年3月1日，「精明錢」資金流距離上次高峰只差約2%，距離3年峰值亦僅差4%，反映機構投資者開始收緊韁繩，預期股市升勢仍有餘溫，但風險卻正暗暗上升。

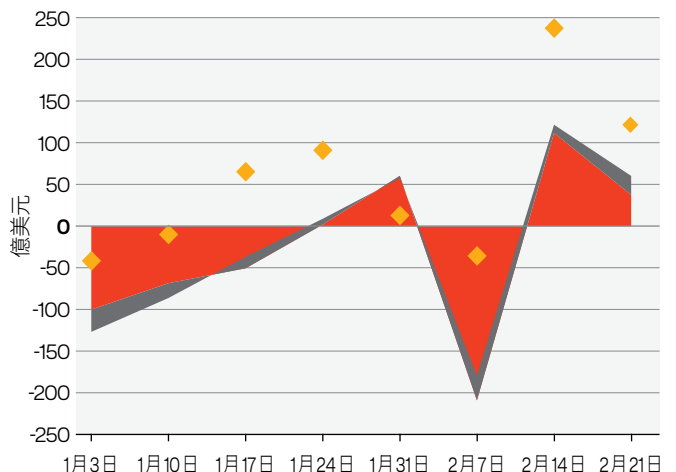
#### 「精明錢」資金流指數與標普500指數走勢



資料來源：彭博，數據截至2024年3月3日

除了現貨交投數據，由美國投資公司協會提供在美註冊長線基金及交易所買賣基金(ETF)的資金流數據亦具參考價值。年內所有基金(包括股票、債券、混合及商品4大類別)合計錄得549億(美元，下同)淨流入，但股票基金則錄得淨流出182億，反映基金投資者普遍對股票存有戒心。其中，美國本土股票基金的淨流出更高達220億，環球股票基金則有約38億的淨流入，顯示出基金界對美股升勢存疑，先行離場者與上述「精明錢」資金流分析結果相若。再觀察年內首8星期的數據，各星期的股票基金資金流表現皆遜於整體數據，反映股票基金資金流量的弱勢並非投資者一時衝動所致。而美國本土股票基金有約一半時間出現資金流出，特別是在今年2月7日單周流出209億，當時市場正炒作通脹數據反彈，美聯儲未來應加息而非減息，令美國10年期國債收益率隨之攀升至年內高位4.31%，反映美股走勢明顯受到利率預測所影響(下文將有詳細分析)。

#### 美國註冊基金今年首8周之資金流數據



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2024年3月4日

## 股票

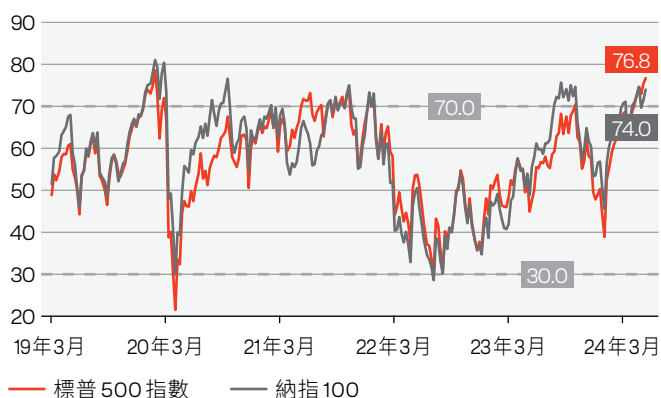
另一研究機構公布的數據卻呈現霄壤之別。EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) 在今年2月的報告顯示<sup>1</sup>，年內有超過650億美元資金流入國際股票基金，是2023年同期流入量逾5倍。當中，中國、日本和印度的股票基金錄得持續最多流入。

綜合兩間機構數據結果，投資在股票基金的資金正流向非美市場，反映長線及被動資金大多認為美股現時的升勢難以維持，尤其是美國經濟有可能轉弱，令資金轉投經濟有望持續增長或更具潛力的亞洲股市。

### 短期動態分析：有序減速

除了通過成交額及資金流來分析投資者現時FOMO的投資取態之外，相對強弱指數 (RSI) 亦可折射出箇中玄機。RSI 為短期資金流入或流出市場的熱度指標，普遍以數值70及30水平代表「超買」及「超賣」。截至今年3月4日，過去5年共261周的數據中，標普500指數及納斯達克100指數之RSI同時高於70的超買水平只有22周，佔總數約8.4%。兩項指數超過1周連續同時處於超買水平的情況集中出現於2019年12月至2020年1月、2021年7至9月及2024年1至3月，分別各維持了6、7及5周。數據反映近期市況熾熱實屬罕見，而且有可能在短期內降溫。RSI的分析預視兩項指數升勢將有機會出現放緩，與上述資金流分析結果相若。

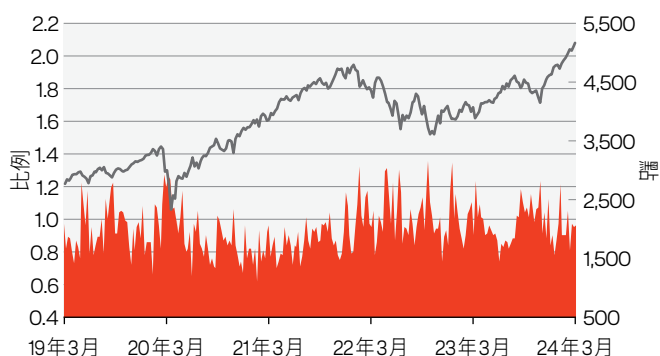
### 相對強弱指數 — 標普500指數及納指100



資料來源：彭博，數據截至2024年3月4日

短期指數走勢亦可參考標普500指數認沽期權除以認購期權合約量的比例。以1為參考水平，高於1為認沽偏重，看淡資金較多，反之亦然。截至今年3月1日的過去5年數據，該比例與標普500指數走勢呈背馳，即當看淡資金偏多令該比例上升時，標普500指數在未來3個月內好大可能下跌。今年標普500指數屢創新高時，同期該比例徘徊在1水平，平均值約0.96，反映好淡資金仍在爭持角力，對指數走勢未有明顯啟示，相信與年內通脹敏感的經濟數據好壞參半有關。市場正靜待美聯儲之後的議息會議及更新利率點陣圖，利率預期變化的結果將成後市關鍵，投資者也應緊盯期權比例的變化，助判斷後市去向。

### 芝加哥期權交易所標普500指數認沽期權和認購期權合約量比例與標普500指數走勢



■ 標普500指數認沽期權除以認購期權的合約量比例 (左)  
— 標普500指數 (右)

資料來源：彭博，數據截至2024年3月3日

坊間亦常參考一項由傳媒機構CNN提供的恐懼與貪婪指數 (The Fear & Greed Index)<sup>2</sup>。該指數是根據7種不同市場指標，綜合加權計算並設定範圍介於0至100之間。數字愈小，代表市場愈恐懼，反之即愈貪婪。投資應用上以相反理論為基礎，即當市場極度貪婪時，投資者應先套現離場，反之亦然。

在今年3月5日，該指數報79點，即市場正處於「極度貪婪」狀態。而且不論前一天、前一周或前一個月，皆處於「極度貪婪」狀態，投資者或會開始獲利離場，暗示市場出現調整的風險偏高。參考過去1年該指數走勢，由2023年12月起已徘徊在「極度貪婪」狀態，同樣情況在2023年6至7月間亦曾經出現。

<sup>1</sup> 見EPFR網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/for-equity-investors-plenty-of-sunlit-uplands-equity-fund-flows-bond-flows-money-market-fund-flows-esg-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/>

<sup>2</sup> 見CNN商業網站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

該指數內7種不同市場指標中，有5項處於「極度貪婪」領域，分別是標普500指數與其125天移動平均線走勢、紐約交易所中創52周新高及新低股份的比例、5天平均認沽期權除以認購期權比例、過去20天美國綜合股價回報差距，以及高評級與高息債券的信貸息差差距。雖然衡量市場超買和超賣水平的麥氏綜合指標只處於「貪婪」狀態，而標普500波動率(VIX)指數與其50天移動平均線更只評為「中性」，兩者反映短期內股市未必即時應聲下跌，但迫近逆轉的拐點已不容爭辯。

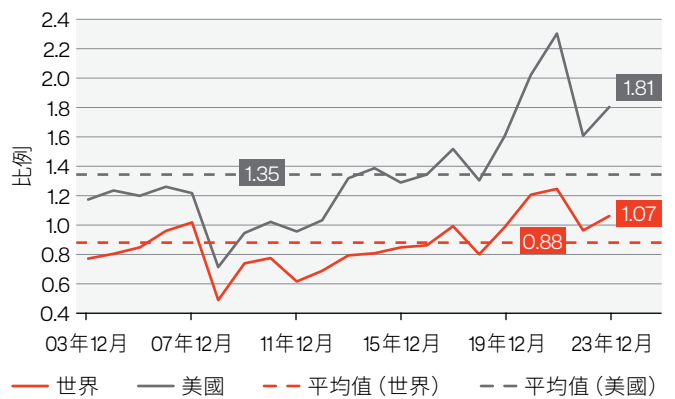
**市值及估值：經濟前景 vs 盈利預測**

上季分析美國經濟與美股指數走勢背馳是近50年罕見的現象，在此不再贅述。2023年第3及4季美國按季國內生產總值(GDP)由4.9下降至3.2%，預期今年第1季的GDP將進一步下跌。不過，由2023年下半年至今年3月4日，道瓊斯工業平均指數、標普500指數及納指100分別上升了16.6、26.7及48.2%，升幅驚人，正進一步與經濟走勢脫軌。

巴菲特指標(Buffett Indicator)是計算該國家整體股市的總市值除以其GDP的比率，以此反映股市市值是否受到實體經濟支持。參考過去20年世界及美國股市的巴菲特指標數

據，美國的指標長期高於世界，主因美國經濟體量及主導全球經濟能力較強，高於世界指標尚算合理。然而，2023年數據顯示，美國與世界的指標相差近7成，較兩者的20年均值差距約5成為高。另外，現水平世界指標高於其20年均值約22%，但美國卻高於其20年均值近34%。以上反映美股整體市值已偏離實體經濟，與上季本章節分析結果相若。以此推算，當美國經濟在未來如預期般有序下跌，美股市值理論上應下調15至20%，才算是回歸至相對合理水平。

**巴菲特指數 — 世界及美國股市**



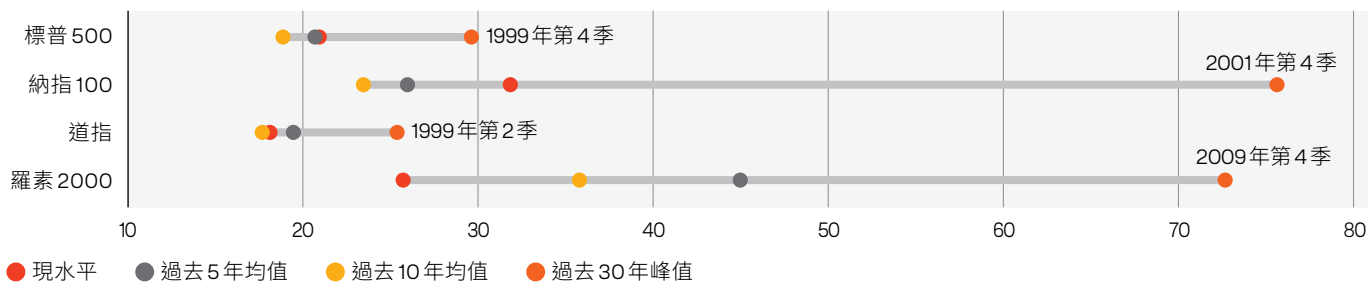
資料來源：彭博，數據截至2024年3月4日



## 股票

另外，市場多以預測市盈率作為評估股市估值合理與否的指標。參考過去30年數據，並以美股4大指數為代表，分別是標普500指數、納指100、道指及羅素2000指數。數據如下：

### 未來12個月預測市盈率(倍)



指標	標普500	納指100	道指	羅素2000
歷史估值與現水平差距(%)				
與過去5年均值	1	22.3	-4.4	-41.7
與過去10年均值	9.5	38.4	3.2	-27.8
與過去30年峰值	-28.6	-56.7	-25	-63.9

資料來源：彭博，數據截至2024年3月6日

以上剔除2020年數據

高與低是相對概念。剔除2020年疫情期間因非經濟因素引致的極端數據後，截至今年3月6日，美股中預測市盈率最高理所當然的是盈利增長潛力較高的納指100，最低是傳統行業偏重的道指。

集中觀察市場焦點的納指100，該指數在今年3月6日的未來12個月預測市盈率为32.9倍，與其過去5或10年均值分別高出約22及38%，估值偏高常常成為淡友狙擊的目標。如考慮所謂「工業革命4.0」的AI因素，較合適作估值比較時區應該是對上一次科技領域的突破點，即千禧年代的互聯網普及化。數據上標普500指數、納指100及道指的30年峰值皆出現在此時區，而三者現時預測市盈率分別低過峰值約29、57及25%，顯示美股今天估值未算誇張，背後原因是科技突破令不少企業盈利能力大增。今天的AI較千禧年代的互聯網普及化更勝一籌，畢竟AI在應用層面上給投資者的感受較當時互聯網概念更見實在(下文將有詳細分析)。

不難理解由AI所延伸的多個產業均能受惠今輪的AI狂熱，例如新一輪軟件研發及應用硬件更換潮等。標普500指數及道指的成份股也有包含該類股份，有助推升指數及其估值，但幅度上當然不及納指100。另外，羅素2000指數的

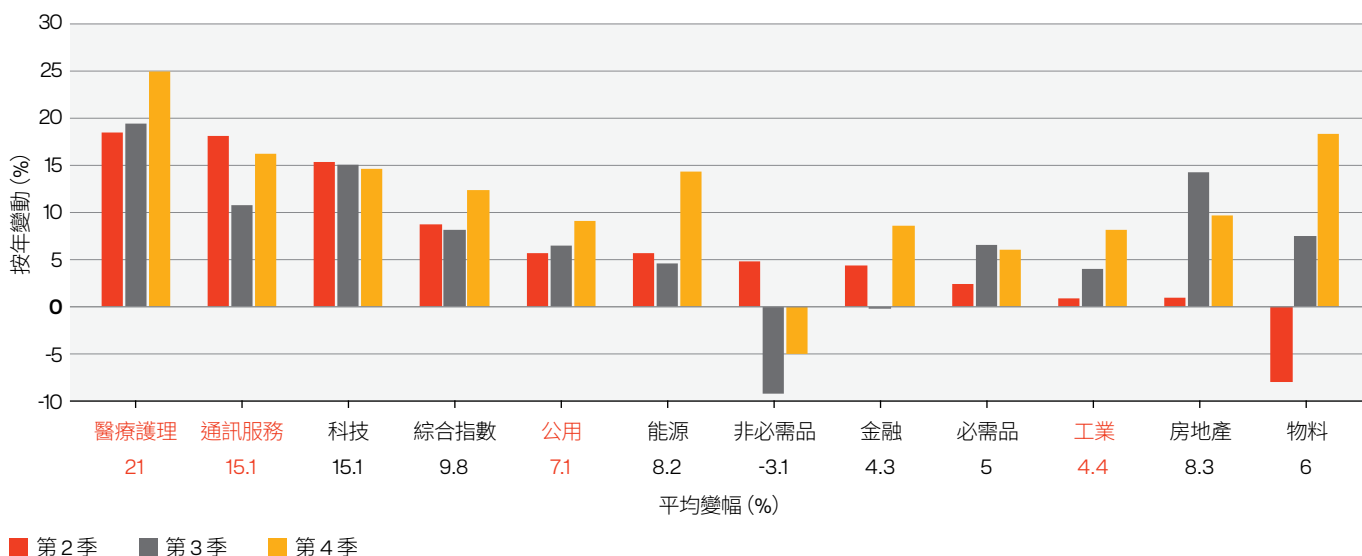
預測市盈率峰值出現在2009年，即金融海嘯時區，反映小型股一般難在大型經濟改革的過程中即時受惠，反而在熱切的金融炒作或財技衍生的時代下，才會成為投資者追捧的寵兒。再者，數據上不論如何比較，羅素2000指數的變化都是最大，反映小型股份波動性及對市場變化的敏感性均偏高的特性，投資者應多加注意。

### 盈利預測：科技股以外的選擇

科技股飆升建基於盈利增長。截至今年3月6日，參考標普500指數的11項行業分類指數，今年第2至4季科技行業的盈利按年增長預測分別為15.4、15.1及14.7%，反映未來數季科技行業盈利增長速度將大致持平，亦暗示藉盈利增長帶動的股價升勢將會放緩。

亮麗的盈利預測並非科技行業獨有，投資者可從其他行業中尋寶。盈利增長預測按季持續上升且是正回報共有3個行業，分別是醫療護理、公用及工業行業。另外，抽出盈利預測在未來3季全數錄得雙位數按年增長及增長幅度優於綜合指數的行業也有3個，分別是醫療護理、通訊服務及科技。若以未來3季行業盈利預測的平均增長計算，首3位按次序分別是醫療護理、通訊服務及科技。

標普500各行業分類指數季度盈利增長按年變動預測



資料來源：彭博，數據截至2024年3月11日

標普500行業分類指數年內表現亦大致反映出以上盈利預測的結果。截至今年3月6日，科技行業表現眾望所歸，緊隨其後是通訊服務，醫療護理及金融行業指數的表現亦步亦趨，與綜合指數表現叮嚀馬頭。

標普500各行業分類指數年內表現：

指數或行業	年內表現 (%)
科技	11.1
通訊服務	10.6
金融	7.6
<b>綜合指數</b>	<b>7.4</b>
醫療護理	7.1
工業	7.0
必需品	4.4
能源	4.4
物料	4.1
非必需品	2.4
房地產	0.0
公用	-0.2

資料來源：彭博，數據截至2024年3月11日

上季已分析在歷次美國總統大選年間，美股整體表現優於其他地區股市。加上，年內美國經濟有序下滑及憧憬美聯儲將啟動第1次減息，將有利美股中的高息、價值型和防守型股份。而從行業分析，預期金融、必需品及醫療護理行業的相關指數表現會較為優勝。以上結果與早前預測相若。

本季《宏觀策略》章節中分析提及，如果未來美國經濟有序調整，價值型股份將會受惠，有利相關行業指數未來的走勢。綜合以上分析，反映美股中除科技行業以外，其實還有很多其他行業可供選擇。

在萬夫莫敵的科技熱潮下，其實「春江鴨」早已另有部署。在此再重申絕非一股不留科技股，只是在投資美股時應更加講求風險與回報的平衡，將更多的倉位調配至不同行業，分散科技股有可能回撤的風險，實在刻不容緩。

## 股票

### 日股創新高：浮沙上的榮耀

日經 225 指數在今年 3 月 4 日收市報 40,109 點，首次突破 4 萬點，也是自 1989 年 12 月 29 日報 38,915 點後，事隔近 34 年再創出新高，這是一個歷史里程碑。日股在過去 30 年歷盡折騰，今日登頂的榮耀確實得來不易，令人振奮之餘，也心懷黯然。

日股在上世紀 80 年代末達峰後無以為繼，陷入「失落的 30 年」困境，日經 225 指數在 2009 年 3 月 10 日更跌至 7,055 點的低位。股市觸底後經過多任首相的經濟改革及全球經濟逐步走出金融海嘯的陰霾，日股才明顯反彈。自 2009 年的低位起計，日經 225 指數花了約 5 個月時間重上 1 萬大關，但突破 2 及 3 萬點大關，卻分別花了近 6 及 8 年，經濟不振的局面前後共花掉約 14 年時間才漸漸有所突破。

當前日股最大的風險是不消 1 年時間便升穿 4 萬點大關，升勢之急令人質疑，尤其是經濟層面上未見較過去 30 年有突飛猛進之處，實體經濟未有足夠基礎支持股市迅猛的升勢。日經 225 指數歷史數據：

日期	收市價(點)	與上一重要點數 關口相距年數
2009年3月10日	7,055	不適用
2009年7月27日	10,089	0.4
2015年5月19日	20,026	5.8
2023年5月17日	30,094	8.0
2024年3月4日	40,109	0.8

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 4 日

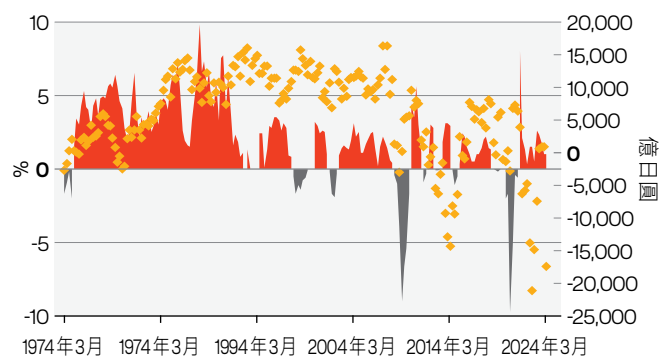
### 日股飆升脫離經濟因素

歷史上普遍認為《廣場協議》(Plaza Accord) 是日本經濟由盛轉衰的轉捩點。上世紀 80 年代，日本創新工業出口強勁，例如家電、汽車、光學、醫藥等行業可說在全球首屈一指，帶動當地經濟持續高速增長。直到 1985 年 9 月 22 日，

美國、日本、英國、法國及德國 5 個國家的財金代表於美國紐約的廣場飯店簽署協議，同意聯合干預外匯市場，使日圓兌美元及當時的德國馬克等主要貨幣有序升值，以解決美國巨額貿易赤字對全球的影響，但同時嚴重打擊高度依賴國際貿易的日本經濟。

簽署協議同年第 4 季，日本 GDP 仍報升 7.2%，甚至在 1990 年第 3 季的增長仍高見 7.7%。可是，協議後 10 年間，美元兌日圓由近 252 水平大幅下跌至 85，跌幅近 66%。日圓長期飆升嚴重削弱其出口能力，頑強的經濟底子未能抵禦持續的衝擊，最終磨滅了經濟核心動力，再拖垮本土樓市，繼而經濟出現崩潰。其後的亞洲金融風暴、科技泡沫爆破、中國經濟崛起等外圍因素均令日本經濟反彈乏力。貿易問題更見明顯，上世紀 90 年代起，日本的貿易盈餘反覆下跌，尤其在 2008 年後，多國央行推出量寬政策，間接令量寬「鼻祖」的日本央行的寬鬆貨幣政策威力大減。就算日本央行在 2016 年 9 月宣布實行負利率政策，但始終返魂乏術。及至疫情期間，當地的貿易赤字更大幅擴大至近代高點。截至今年 3 月 4 日，貿易赤字高見 1.8 萬億日圓，對照上世紀 80 年代當時得令的貿易盈餘高峰約 1.8 萬億日圓，今昔情況令人唏噓。

### 日本按年 GDP 變動及貿易盈餘

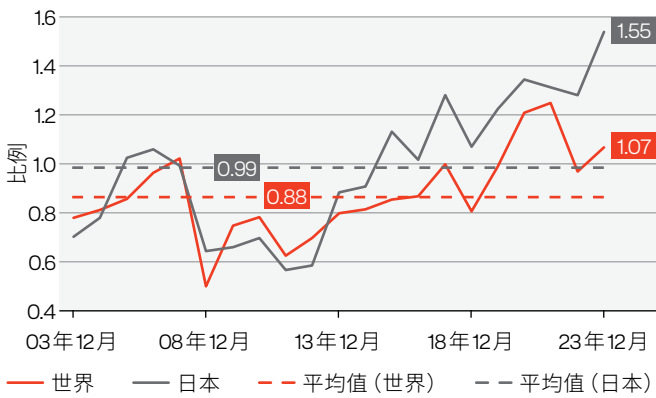


■ 按年 GDP (正值) (左)    ■ 按年 GDP (負值) (左)  
◆ 貿易盈餘/赤字 (右)

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 4 日

到了今年，日經 225 指數再次創出歷史新高，但日本經濟與過去 30 年有何顯著改善之處？參考以股市總市值與當地經濟體量比較的巴菲特指數，日股在 2023 年底的數值為 1.55，除了是過去 20 年最高，亦與世界股市的指標相差近 45%，再與兩者 20 年均值差距約 13% 作比較，明顯偏高。此外，現時世界股市的指標高於其 20 年均值約 22%，但日股卻高於其 20 年均值近 57%，反映日股整體市值已嚴重偏離實體經濟。若日本經濟增長往後不似預期，以此推算，日股市值將要下調近 3 成，才算是回歸至相對合理水平。

**巴菲特指數 — 世界及日本股市**

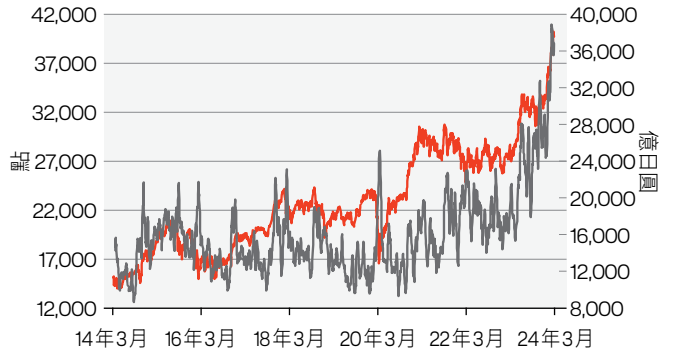


資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 4 日

**短期動態分析：熱辣滾燙**

日股是全球 FOMO 情緒的受害者。引述上文全球資金流分析，顯示資金正有序由美股流出，改為流入亞洲地區股市，日本是錄得 3 大淨流入的國家之一。參考日經 225 指數在過去 10 年每日成交金額的 10 天滾動平均值，在 2020 年前走勢相對平穩，但其後成交金額有序上升，到 2023 年更是急速攀升，帶動股指同步拾級而上。日經 225 指數在 2014 至 2023 年的平均每日成交金額約 1.5 萬億日圓，但 2023 年至今年 3 月 7 日期間的日均成交額則大增至約 2.4 萬億日圓，升幅近 6 成，顯示出資金由 2023 年起不甘後人大舉轉投日股。

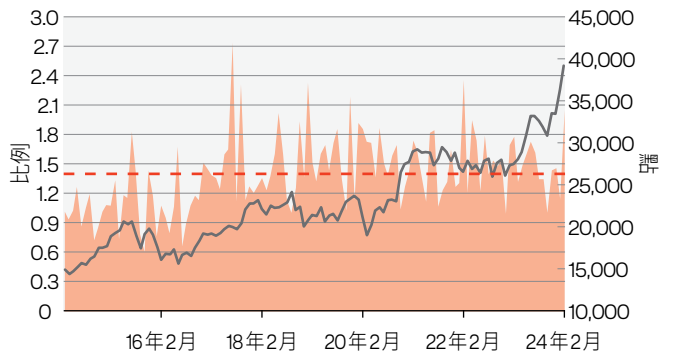
**日經 225 指數走勢及每日成交金額之 10 天滾動平均值**



資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 7 日

京都證券交易所日經 225 指數認沽期權除以認購期權合約量的比例與日經 225 指數的走勢圖顯示，該比例自 2017 年起長期處於 1 以上水平，反映較多投資者看淡日股。不過，有趣的是同期日經 225 指數卻屢屢破頂，迫使持倉者再大量投入認沽權證以對沖風險。過去 10 年該比例平均值為 1.39，截至今年 2 月 29 日，比例為 2.04，高於均值近 47%。雖然情況已非比尋常，但仍未達 2017 年 7 月創下的 5 年峰值 2.73，及 2022 年 2 月時的 2.35。投資者熾熱的情緒未見降溫，對下行風險早已拋諸腦後。

**京都證券交易所日經 225 指數認沽期權和認購期權合約量比例與日經 225 指數走勢**



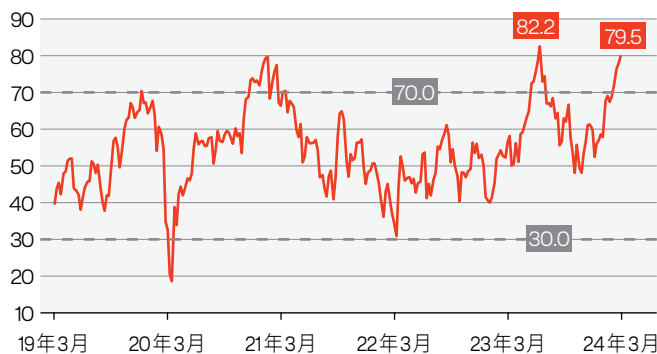
資料來源：彭博，數據截至 2024 年 2 月 29 日



## 股票

相對強弱指數 (RSI) 顯示結果相若。截至今年3月1日，日經225的RSI報79.5，為過去5年第2高水平，峰值出現在2023年6月，當時達82.2，兩者相距甚近。再者，近5年高於70超買水平的比率只有9.6%，反映RSI升至近80已屆嚴重超買程度，火熱的市場氣氛持續，投資者依然義無反顧地湧入已呈超買的日本股。未來如日本的經濟或利率走勢有任何閃失，日股出現人仰馬翻，互相踩踏的情況將會非常慘烈 (利率分析詳情可參閱《外匯》章節)。

相對強弱指數 — 日經225指數



資料來源：彭博，數據截至2024年3月1日

### 技術分析：預示走勢將會放緩

除了短期動態指標外，日經225指數的基本因素指標也同樣為指數強勢帶來一定支持。參考彭博的綜合預測數據如下：

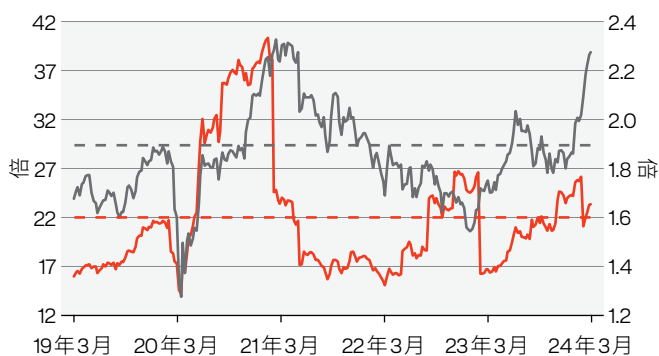
日經225指數基本因素指標	未來12個月預測	未來24個月預測
每股盈利增長 (%)	17.6	11.7
市盈率 (倍)	23.4	21.0
市賬率 (倍)	2.2	2.1
股息率 (%)	1.6	1.9

資料來源：彭博，數據截至2024年3月7日

基本因素指標中最耀眼的是每股盈利增長預測，未來12個月預測增長達17.6%，超越當前炙手可熱的納指100約16.1%的增幅，亦拋離標普500指數約9.0%的增長，更大幅跑贏每股盈利預測約1%負增長的歐斯托克50指數。日股的基本因素預期較其他股市更好，為國際資金流入的其中一個原因。

基於盈利料有強勁增長，日經225指數的未來12個月預測市盈率約23倍，與其10年平均值22倍相差不遠，但較5年峰值近40倍仍有一段距離，估值仍算合理，支持當前升勢。不過，其市賬率現水平約2.3倍，明顯高出10年平均值1.9倍約兩成，反映日經225指數成份股的資產升值幅度未及股價上漲幅度，重資本企業的股價或有較大的調整壓力。至於日經225指數股息率現水平約1.6%，與未來12個月的預測一樣，但未來24個月的預測股息率則料會升至1.9%，較現水平股息率多約19%，側線支持今日日股的升勢。

日經225指數之預測市盈率及市賬率



— 預測市盈率 (左)    — 現價市賬率 (右)  
 - - 過去5年預測市盈率平均值    - - 過去5年現價市賬率平均值

資料來源：彭博，數據截至2024年3月7日

根據彭博的分類指標，把日股另一主要指數東證股價指數 (Tokyo Stock Price Index，簡稱TOPIX) 拆分成11項行業指數，各行業在今年第2至4季的預測盈利變化數據如下：

行業指數	預測盈利變化 (%)		
	第2季	第3季	第4季
公用	148.8	115.3	159.8
非必需品	41.5	22.8	1.6
物料	27.9	13.7	-3.5
工業	23.3	-2.2	27.8
綜合指數	21.9	-6.7	10.3
能源	21.9	16.6	-7.5
金融	20.7	10.9	17.8
房地產	17.4	1.3	-4.7
必需品	10.9	6.1	8.9
科技	6.7	-0.5	-12.8
醫療護理	3.8	-10.3	-10.5
通訊服務	-43.7	-99.2	35.8

資料來源：彭博，數據截至2024年3月7日

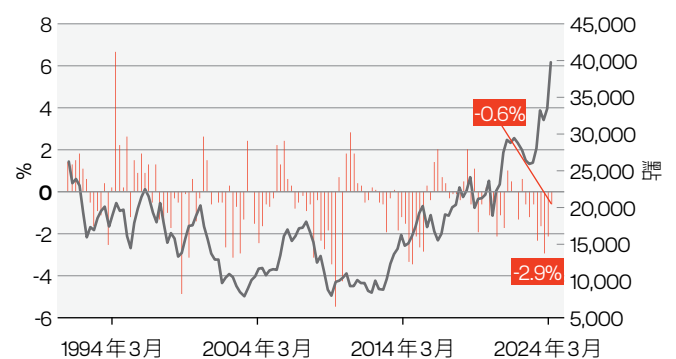
上述數據顯示各行業的預測盈利變化非常參差，而且按季波動非常大。另外，以上共36項預測中，有11項為負值，反映近3成行業指數的盈利有倒退危機，將拖累當前指數的升勢。再者，市場預期沒有1個行業能夠連續3季錄得盈利上升，情況與指數凌厲的走勢大相徑庭，或預示當前日股的升勢將會放緩。在第2季的盈利預測中，盈利增長有望高於綜合指數的有4個行業，分別是公用、非必需品、物料及工業。至於在未來3個季度均有機會錄得盈利增長的行業共有4個，分別是公用、非必需品、金融及必需品。由此可見，公用及非必需品在盈利預測向好的支持下，其表現有望較其他行業更佳。

### 政經因素：回歸基本面

日本經濟在上世紀80年代如日中天，但其後在內憂外患衝擊下，當地經濟盛極而衰。日本今天「敗部復活」，在熾熱的投資情緒加持下，其股市井噴式上升，但投資者的熱情總有一天會冷卻。回歸基本分析，政治、經濟和利率因素皆突顯日股的處境其實相當被動：

- 政治方面，日股觸底反彈始於2009年下旬，其時受惠時任首相鳩山由紀夫大力推行「東亞共同體」<sup>3</sup>，這是斬新且突破傳統思想框架的戰略構想。「東亞共同體」的宗旨是「先經濟，後政治」的綜合概念，目標是日本須在中美兩大勢力中採取平衡角色，而且是等距的三角關係。風險是只要日本倒向中美任何一方，都會造成美國勢力的干預或中日關係緊張。「東亞共同體」屬雙刃劍，它雖有望讓日本重拾政治大國地位，但也可讓日本陷入進退維谷的困境。鳩山由紀夫的高瞻遠矚，彷彿預言當前中、美、日3國的狀況。
- 經濟方面，在每年春天，日本的勞資雙方都會討論未來1年加薪幅度，即所謂「春鬥」。日本大型企業同意在今年平均加薪5.28%，為1991年以來最大的加幅。過去30年，日本實質按月平均工資增長與日經225指數雖有數個月滯後，但走勢相若，即工資變化的影響將在數個月後在日股走勢中反映出來。日本的工資變幅由近年低位負2.9%，上升至今年3月初的負0.6%，但仍未出現正值，而且過去30年來，錄得負值的佔比高達六成一，反映僱員收入長期萎縮，直接打擊以內需為主的日本經濟。另一大原因是當地近年通脹受入口價格上升及匯率下跌推升，間接壓下實質經濟增長。今日日股升勢已與工資升幅脫軌，今年「春鬥」結果料有助日本內需增長並利好日本經濟，投資者對日股的熱情短期仍會持續。

### 日本按月平均實質工資增長及日經225指數



■ 日本按月平均實質工資增長 (左) — 日經225指數 (右)

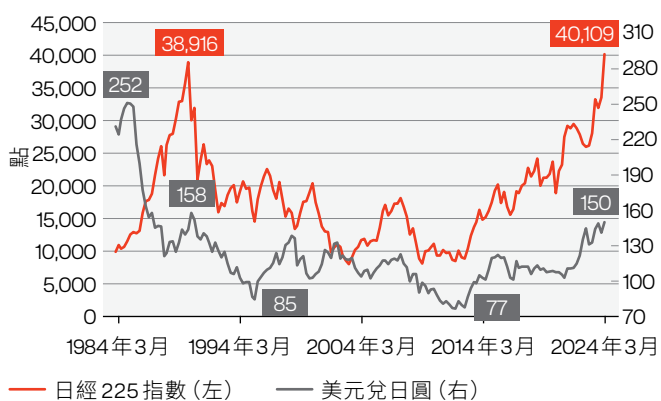
資料來源：彭博，數據截至2024年3月7日

<sup>3</sup> 見海峽評論網站，<https://haixia-info.com/articles/5520.html>

## 股票

- 利率方面，已故前日本首相安倍晉三推動的「安倍經濟學」，是先利用激進的貨幣政策大量釋出流動性，最著名的是在2016年9月日本央行實施負利率政策，並再配合進取的財政政策及刺激私人投資，穩住了當時經濟的頹勢，亦刺激到日股節節上升。不過，美聯儲在2023年開始停止加息，日本的利率優勢漸退，以日圓積弱來支持經濟的如意算盤已不奏效，更甚是歐美等成熟市場央行有意在今年啟動第1次減息，反觀日本央行在通脹高企時取消實施多年的負利率政策。此消彼長下，日圓反彈的機率遞升，對日股來說不是正面因素。

### 日經 225 指數走勢及美元兌日圓走勢



資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 4 日

綜合以上政治、經濟和利率的風險因素，再參考過去 40 年日經 225 指數、美元兌日圓及日本經濟數據，與上次日股創出高峰時的狀況比對如下：

日期	日經 225 指數 (點)	按年 GDP (%)	貿易盈餘 (億日圓)	美元兌日圓
1989 年 12 月 29 日	38,915	6	8,950	144
2024 年 3 月 4 日	40,109	1	-17,600	150

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 4 日

日本 GDP 增長幅度明顯大不如前，但中美博弈下，美國刻意在中國科技發展上「卡脖子」<sup>4</sup>，並鼓勵其他國家的科技企業在日本設廠，例如 2023 年 5 月在日本廣島舉行的「七國集團」峰會中，環球各大芯片巨企均稱有意落戶日本<sup>5</sup>。日本首相岸田文雄也立刻回應指，會在政策及財政上給予支持<sup>6</sup>。近日美日聯合軍演更觸動了中國的神經<sup>7</sup>。正如上述鳩山由紀夫的觀點，如何拿捏中美之間的平衡，是藝術而非科學的考驗。日本在國際關係上正如履薄冰，任何失誤將直接打擊日股走勢。

利差是互動的，國際利率的話語權早已落在歐美央行手中，他們的決定將會影響日本央行的利率政策。畢竟日本的經濟體量已被德國超前，也被印度緊追在後<sup>8</sup>。日本自身經濟低迷了 30 年，逆轉利率政策無疑是押上各前任首相奮鬥的成果，何況過去數十年全球大量資金透過日圓進行套息交易，利率由負轉零對全球資產的衝擊不容忽視。

參考上次日股達峰時，美元兌日圓報 144，今天報 150 水平。日股與日圓匯率走勢相關性偏高，日本央行在 2022 年底曾在匯率約 150 水平時宣布有限度修正國債收益率曲線控制 (Yield Curve Control)<sup>9</sup>，其後美元兌日圓頓時下跌，市場認定此乃日央行可接受的上限。如今又見 150 水平，現任央行行長植田和男會否蕭規曹隨？與上世紀 80 年代簽署《廣場協議》後的高峰近 158 水平只差一線，央行會否放手令匯率任意上升？又如何平衡海外資金投資日本資產的匯兌風險，以及逆向套息交易的衝擊？匯率的反噬仿如投資日股頭上的利刃。

撇開所有金融分析，以上的政治、經濟和利率陰霾如未能消散，日股屢創新高的榮耀，只會猶如建於浮沙之上，隨時一夕塌落。

<sup>4</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/ahead-g7-summit-japan-pm-says-he-expects-more-investment-global-chipmakers-2023-05-18/>

<sup>5</sup> 見日經亞洲網站，<https://asia.nikkei.com/Business/Tech/Semiconductors/Chips-at-center-of-G-7-discussion-of-how-to-counter-China-s-rise>

<sup>6</sup> 見經濟時報網站，<https://economictimes.indiatimes.com/tech/technology/japan-pm-fumio-kishida-expects-more-investment-from-global-chipmakers/articleshow/100318934.cms?from=mdr>

<sup>7</sup> 見日本海上自衛隊網站，<https://www.mod.go.jp/msdf/en/release/>

<sup>8</sup> 見政客網站，<https://www.politico.eu/article/germany-now-world-third-largest-economy-japan-recession/>

<sup>9</sup> 見日本央行網站，[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2022/rel221220h.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2022/rel221220h.pdf)

### 科技股飆升：擺好投資心態

美國上市的科技股仿如宇宙中的黑洞，由FOMO及TINA引發出的巨大引力，讓科技股吞噬全球資金，主動或被動資金都莫問因由，只能順應潮流買入科技股。隨著科技股的股價騰飛，截至今年3月7日，全球市值超過2萬億(美元，下同)的4間巨無霸企業中，有3間為科技企業<sup>10</sup>。2萬億是什麼概念？其體量相當於全球主要經濟體中排名第11的國家，並超越了墨西哥、俄羅斯、南韓及澳洲等國。若該3間科技巨企的市值進一步膨脹至3萬億的話，其在全球主要經濟體中排名將會晉升至第8位，緊次於法國，可說是富可敵國<sup>11</sup>。

採取順勢而為或是逆勢而行的投資策略是投資界的世代之爭。人稱「股神」的投資巨匠巴菲特(Warren Buffett)過去近30年對投資科技行業取態的轉變可作參考。根據美國全國廣播公司(CNBC)在2018年的報導<sup>12</sup>，巴菲特於1996年公開表示偏好變化不大的行業，也不太了解科技行業的營運。直到2011年他才開始投資電腦公司，於2016年始首次投資智能手機公司。在火紅的年代裡兼股東褒貶交雜，同時抵住股價飆升的誘惑，巴菲特仍能保持謹慎且平衡的作風，這才是真正「高難度」的操盤。正如與他合作無間的已故合夥人芒格(Charlie Munger)在「窮查理的普通常識」一書中常用到「魯拉帕路薩效應」(Lollapalooza Effect)來指出「偏見疊加時被增大」的理論，投資者應警惕把事情形容得「一面倒」的偏見。

### 以史為鑒：冠名式投資的風險

科技世界裡多以縮寫來表示概念，例如企業對企業(B2B)及物聯網(IoT)等。投資世界裡也常對科技行業冠以易於琅琅上口的簡稱，例如2017年面世的「FAANG」，用來描述當時美國上市5大最受歡迎和表現最佳的科技公司；仿倣上世紀60年代經典電影《七俠蕩寇誌》而將AI相關且在2023年表現最佳的7隻美國上市科技股稱為「科技七雄」(M7)，到今天綜合全球5隻芯片製造及研發商龍頭股份，名為「AI-5」<sup>13</sup>。

今次投資市場的科技狂熱始於2020年全球疫情大流行之時，在家工作普及化，以及人與人減少接觸後，對視頻、串流和遊戲等網絡服務需求急增，帶動新一輪更換手機及電腦潮。加上，各國央行釋放大量游資以力保下行的經濟，但副作用是令大批投機資金炒作在疫情期間盈利爆發式增長的科技股。截至今年3月7日，參考過去5年炙手可熱的冠名式科技行業指數之表現如下：

各冠名式科技相關行業指數表現之變動



資料來源：彭博，數據截至2024年3月7日

指數	起始年份	數據初值至達峰所需周數
彭博「FAANG」2.0 指數	2019	163
Solactive「元宇宙」指數	2019	142
BITA「NFT」與區塊鏈精選指數	2021	7

資料來源：彭博，數據截至2024年3月4日

投資者耳熟能詳的FAANG、元宇宙及非同質化代幣(NFT)或區塊鏈，莫問當時如何火熱，被指數公司冠名推出指數的FAANG及元宇宙相關指數，在指數面世後平均大約在153周便會升至頂峰，其後走勢無以為繼。最誇張的是欠缺盈利支持的NFT主題，只維持了7周後便急挫，截至今年3月7日之表現仍報負48%。當前M7及AI-5走勢仍然凌厲，AI概念實質由2023年起炒上，至今維持了62週，是上述分析約一半時間。

注意的是，為熱炒股份冠名目的之一，顯然是要令投資者更加容易理解及記起，尤其是個人投資者對冠名式投資一般較機構投資者受落。在傳媒高調地廣泛宣傳下，個人投資者魚貫進場，及後市場充斥著高槓桿衍生產品，往往便是音樂的尾聲。傳統智慧提醒，放在眼前看似美味的奶酪，往往令人忽略了頭上的鐵夾。冠冕彷彿成為了投資界的魔咒。

<sup>10</sup> 見全球排名網站，[https://companiesmarketcap.com/#google\\_vignette](https://companiesmarketcap.com/#google_vignette)

<sup>11</sup> 見福布斯網站，<https://www.forbesindia.com/article/explainers/top-10-largest-economies-in-the-world/86159/1>

<sup>12</sup> 見CNBC網站，<https://buffett.cnbc.com/2018/04/02/over-time-buffett-softens-stance-on-tech-stocks.html>

<sup>13</sup> 見納斯達克網站，<https://www.nasdaq.com/articles/spotlight-on-the-ai-5-microsoft-tsmc-broadcom-nvidia-and-amd>

## 股票

### 盈利的迷思：尋找階段性受惠者

投資科技行業是基於憧憬或信念，往往利用能夠顛覆生活的願景，令人樂意成為投資先驅。千禧年代時憧憬無遠弗屆的網絡巨變，最後花了多少年才真正出現？由概念轉化成收入甚至盈利是以年數計算，要在日常生活中普及須更多時間。歷史上科技泡沫爆破後投資者才如夢初醒，投資科技股的痛點在於忽略了科技行業盈利的演進及如何引流資金及股價，解決痛點的關鍵是查找各階段性的受惠者。

簡單而言，AI核心是芯片，好比人類大腦的硬件，需要透過芯片運算深度學習等高端程式，才能產生人工智能。AI產業發展初期受惠者是壟斷芯片科技的數間生產商，再銷售至程式研發商，這是真金白銀賺到的盈利。及至發展中段，當研發商發展至一定程度，相關高端且昂貴的產品便會推出市場，研發商才開始獲利。尾段的主角是普惠民間的終端儀器，例如智能手機或平板電腦，終端生產及服務商才真正受惠。其後不斷循環創新突破至更換終端產品，產業的盈利鏈才會完整。近代最好的案例是自2007年手機生產商公布第1代智能手機後，締造了超過10年的智能手機盛世，亦帶挈相關產業鏈的輝煌成績。

近月美國科技公司公布的業績反映，在AI產業的初始階段，芯片昂貴，壟斷技術的芯片商盈利極高，不幸的是這代表AI產業鏈的下游公司成本便愈高。投資者認清事實後，M7中兩間主打手機及電動車的生產商的股價由年初至今出現雙位數下跌。機構投資者愈來愈看重科技股的盈利，長倉具盈利增長的科技股，同時短倉低盈利增長甚至虧損的科技股。此舉除了打擊了部分盈利欠說服力的科技股的股價之外，其影響更蔓延至其他徒具AI虛名，甚至是渾水摸魚的股份<sup>14</sup>。

### 科技及AI相關指數與世界股票指數表現之變動



資料來源：彭博，數據截至2024年3月7日

參考過去6個月AI相關的股票指數，在2023年底時整體走勢相若。不過，自今年起，半導體及儀器工業股明顯跑出，其次是程式研發商，之後才是綜合AI指數。截至今年3月7日，半導體指數升幅已超出後者超過1倍，更較納指100及MSCI世界股指超出3倍。「勝者全取」是科技行業的特色，技術壟斷的護城河一天仍在，芯片巨企的股價相信難以大幅下跌，畢竟更高端的芯片將推陳出新，高盈利增長令投資者欲罷不能。

最後，細心分析不難發現到，現今除了AI大行其道，其實通訊服務亦是不可或缺的，當中6G將是兵家必爭之地。試問再高端昂貴的AI儀器，如果不能上網或網速不足，將是英雄無用武之地。AI愈普及，通訊服務供應商將以黃雀在後之勢等待「食糊」。截至今年3月7日，年內標普500行業指數中，科技行業升幅居首，報升13.2%，次席為通訊行業，升約10.6%。當市場仍未為通訊概念冠名之前，聰明錢其實已早著先機。

### 技術分析：觀點與角度之辯

除了在質化及歷史分析上擺好投資心態，分析數據時都須要辨清當中異同。數據高低是相對的，取決於比較對象。眼前科技股飆升令人回憶起千禧年科網泡沫，非理性亢奮帶來的痛楚仍猶有餘悸。以下陳列各基本因素分析與當時狀況作比對：

- 今天AI獨霸武林，當中芯片生產商更是天之驕子。FOMO心態下吞噬全球資金外，市寬狹窄情況值得小心。回顧千禧年代，網絡熱潮席捲全球，資金蜂擁流入軟件及網絡營運商。以標普500科技行業指數成份股的市值數據，比較2000和2024年3月11日市值首5名總和佔整體之百分比，結果如下：

指標	2000年 3月11日	2024年 3月11日
首5名市值總和 (萬億美元)	1.8	8.8
指數總市值 (萬億美元)	4.1	13.2
佔整體指數之 百分比	44.2	66.5

資料來源：彭博，數據截至2024年3月4日

<sup>14</sup> 見Investing.com網站，<https://www.investing.com/analysis/hedge-funds-continue-betting-against-big-us-tech-stocks-200644968>

數據顯示今天首5名科技股的市值佔總體科技股市值近67%，反映今天資金的集中度較當年更高，暗示未來行業指數甚至整體大市走勢的興衰，將依賴該5隻股份的表現，市寬非常狹窄且極不健康。今天科技行業指數的市值是當年約3.2倍，行業發展神速是其他行業望塵莫及，個別行業高度集中將為整體後市帶來更大的潛在波動風險；

- 除了市值，科技及通訊行業指數表現拋離其他行業指數，扭曲了綜合指數的表現。截至今年3月8日，美股此輪急升由2023年起持續至今，維持超過5季。以標普500指數剔除科技及通訊行業指數作為傳統行業代表，並與納指100表現差距比較作為測量市寬的標準，時間上同樣以千禧年峰值前5季表現作比較，歷史數據發現當年兩項指數表現差距約137個百分點，反映當時資金非常集中，令納指100大幅拋離傳統行業指數。截至今年3月8日，該差距約47個百分點，反映市寬已經偏窄但仍遠低於千禧年時狀態。另外，注意當年達到峰值後，納指100便出現急墜，峰值之後5季表現差距約為負68個百分點，而傳統行業仍錄得正回報，突顯當年納指100急升急跌的瘋狂表現；

當年與今天各指數表現及差距：

時段	指數變動		
	標普500除科技及通訊行業指數	納指100	差距
2000年3月31日之前5季	2.9%	139.5%	136.7百分點
2000年3月31日之後5季	9.6%	-58.4%	-68.0百分點
由2023年至2024年3月8日	17.4%	64.7%	47.3百分點

資料來源：彭博，數據截至2024年3月8日

- 部分的分析認為，今天科技狂熱並非千禧泡沫，主因當時是炒作欠缺盈利前景的科技概念，而今天的科技股已有堅實的盈利數據，特別是芯片生產商，故現時科技股的估值仍屬合理水平。以預測市盈率作比較如下：

時段	納指100	標普500 科技行業指數	標普500 通訊行業指數
未來12個月預測市盈率(倍)			
千禧泡沫時峰值	75.9	69.4	33.9
2024年3月11日	26.7	37.6	18.8
差距	184.3%	84.6%	80.3%
前1年之未來12個月預測市盈率平均值(倍)			
千禧泡沫時峰值	62.0	56.2	32.7
2024年3月11日	34.9	32.7	18.7
差距(%)	77.7%	71.9%	74.9%

資料來源：彭博，數據截至2024年3月11日



## 股票

以上數據突顯了當年炒作科技概念的瘋狂，納指100及標普500科技行業指數的預測市盈率被炒至約70倍的水平，今天僅約20至30倍水平只屬九牛一毛，當年納指100數值更是今天的1.8倍以上。通訊行業的情況不遑多讓，當年數值高出今年約80%，就算取1年平均值作比較，當年該3個指數的預測市盈率平均值都超出今年超過約70%。須留意的是，以上分析存在一定的缺憾，例如今天數據仍未知是否已經達峰，故並非以「峰值對峰值」比對；

- 科技行業吸引投資者之處是其業務具有高速增長的潛力。參考2000和2024年3月11日，標普500科技行業指數成份股的每股盈利增長分別為134及105%，反映當時整體行業的爆炸性及創新科技的顛覆性超越今天水平，但首5大市值的巨企，其每股盈利增長分別約4.4及951%，反映今天行業增長非常集中在數間巨企，較當年百花齊放的狀態乃天淵之別，或許今天「勝者全取」較過去更甚，風險亦較當年更高。

當年與今天標普500科技行業指數的每股盈利增長及差距：

時段	每股盈利增長		
	整體平均值	首5名平均值	差距
2000年 3月11日	134.0%	4.4%	129.6個 百分點
2024年 3月11日	104.7%	950.9%	-846.2個 百分點

資料來源：彭博，數據截至2024年3月8日

以上的分析反映出今天與當年的投資市場狀態各有千秋，科技股炒作熾熱背後，同樣具一定風險，僅是風險定位各有不同。簡單而言，基本因素分析顯示今天科企的估值正存在泡沫，但未至於失控。當前樂觀的盈利預測刺激市場投資情緒，而且暫未有如過去泡沫爆破時高槓桿投資產品違約的情況出現，短期內科技股出現崩塌式下墜的機會不大，但不排除較明顯的調整已經臨近。

科技股屢屢破頂，令投資者對科技行業欲罷不能，刻下控制好投資情緒和調整心態，較冰冷的數據來得重要。

### 本章總結：

- 美股創歷史新高，資金流及動態分析預示股市調整將至，但盈利增長及經濟樂觀情緒暫支撐著後市走勢
- 日股創歷史新高，但撇開金融分析，如政經陰霾未能消散，日股的榮耀猶如建於浮沙之上
- 屢屢破頂的科技股令投資者欲罷不能，但控制情緒和調整心態較冰冷的數據來得重要



東亞銀行財富管理處投資策略師 陳偉聰

## 香港及中國內地股市展望：乍暖還寒

市況回暖之際，也須採取嚴格控制注碼、分散風險、選股為先的投資規律

上季題為「砥礪前行」，意謂短期市況縱然崎嶇不平，投資者只要沉穩以待，捕捉市場恐慌拋售之後的見底時刻，仍可斬獲不俗回報。現時回望，結果與預期相差不遠。

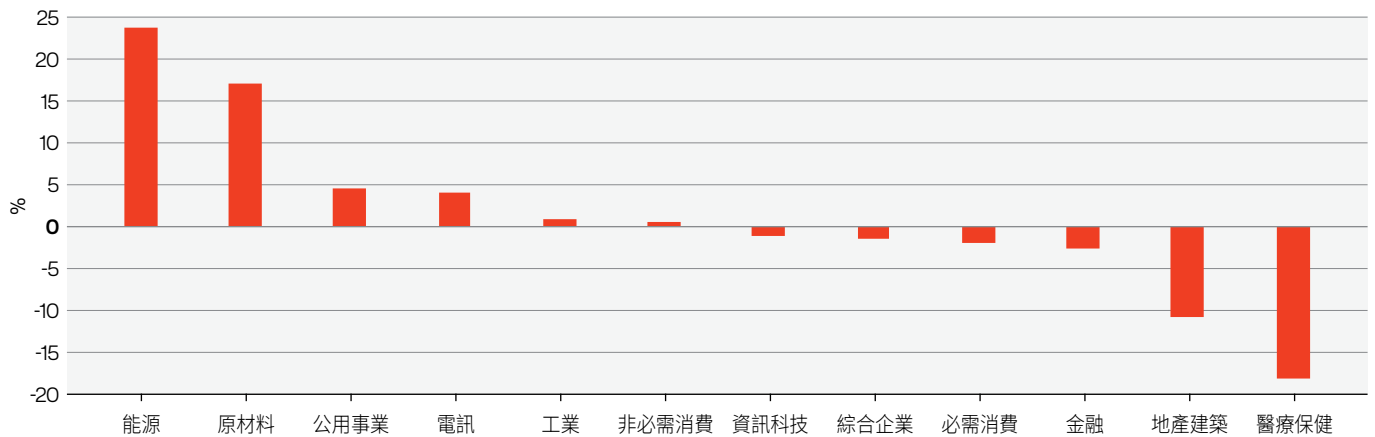
今年首季港股與中國內地A股市場上演了先低後高的「過山車」式走勢。1月開局不利，主要受到內地經濟不振及疲軟的通脹數據拖累，加上市場顯著下調美聯儲年內降息的預期幅度，觸發外資繼續大舉沽售中資股，恒生指數及滬深300指數曾分別急墜12.2%和9.4%，最低曾各跌至14,794點和3,108點，走勢與環球股市大相逕庭。

在市場千呼萬喚下，中央政策方向漸轉吹暖風。多個部委接二連三加碼推出穩增長措施，包括超預期降準50點子、下調5年期貸款市場報價利率(LPR)25點子、重啟抵押補充貸款(PSL)支持「三大工程」、建立房地產項目融資白名單、放寬一線城市的樓市限購令等。此外，為緩和股票市場的沉重沽壓，一系列提振資本市場的政策亦接踵而來。例如，國資委宣布將市值管理納入央企負責人業績考核指標，市場憧憬大型央企和國企未來會進一步增加派息比率和股份回購規模。另配合中央匯金、社保基金及保險資金等「國家隊」的中長期資金積極入場撐市，在一眾高收益價值型「中特股」領漲下，港股及A股絕地反擊。截至2月底，恒指和滬深300指數從低點分別反彈最多14%和13.1%。

及至3月上旬，內地的兩會順利召開，期間公布的經濟政策目標及方向大致與市場預期相若，如年度經濟增長達5%及通脹約3%的目標、發行1萬億人民幣特別國債和地方專項債發行規模達3.9萬億人民幣、貨幣政策偏寬鬆方向、支持新質生產力發展等。整體而言，儘管未能令投資者感到特別驚喜，但仍無礙股指延續反彈勢頭，恒指和滬深300指數一度分別升至期內高位的17,214點及3,605點，資金亦從價值型板塊切換至科網、消費、有色金屬等增長型及周期性板塊。

截至3月21日，恒指及滬深300指數在首季分別下挫1.1及上升4.4%。港股板塊表現方面，能源、原材料、公用事業、電訊、工業及非必需消費均能跑贏大市並逆市走高，其中能源和原材料板塊更分別上升24及17%。反之，醫療保健及地產建築業分類指數敬陪末席，分別下跌18及11%。至於上季建議的重點關注板塊，當中評為「看好」的中資電訊股和本地高息概念股，以及評為「審慎樂觀」的澳門博彩股，表現均走俏。

2024年第1季恒生綜合行業分類指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年3月21日



## 股票

### 股市能見度偏低，後市看中央經濟政策及資金流

本季題為「乍暖還寒」，意謂A股及港股的寒冬已過，但走勢預期仍將猶如初春天氣般變幻莫測，早春薄寒。投資者在享受市況回暖之際，也須採取嚴格控制注碼、分散風險、選股為先的投資規律，方可有備無患。

國務院總理李強在兩會期間發表的《政府工作報告》，大抵確立了穩增長的經濟發展主線，但在個別範疇上依然未能為投資者撥開雲霧。未來刺激經濟政策推出的時間與規模將繼續主導資金流向和大市走勢，下文將詳細拆解。

#### 1. 產業監管政策料減辣，支持估值修復

李強在《政府工作報告》中強調「宏觀政策一致性評估」，意味實施任何經濟或產業政策前，有關當局須作出綜合性和全局性評估，並提升政策透明度，確保政策推出後不會對經濟穩定性及市場預期穩定性帶來明顯副作用。我們相信內地決策層將以穩字當頭為短期的施政方針。因此，過去數年曾令國際投資者聞風喪膽的產業監管和整頓措施即使未有太多鬆綁空間，也至少不會在現階段再度「加辣」，有助降低股票因政策不明朗而帶來的額外風險溢價，從而支持估值修復。互聯網、遊戲視頻、教育、醫療護理、餐飲消費等板塊將是監管政策風險降低的潛在最大受惠者。

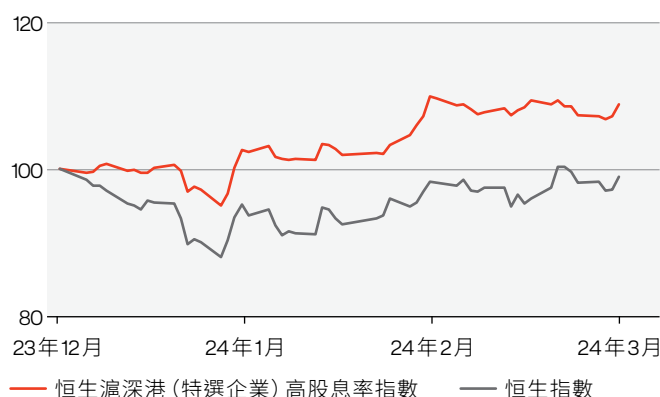
#### 2. 中央預算赤字審慎克制，關注財政資金投放領域

財政政策方面，今年中國內地的預算赤字率設為3%，相較於2023年底調升後的3.8%或市場普遍預期的3.3至3.5%，無疑是有點落差，反映中央擴大財政開支仍較克制。但與此同時，當局宣布今年將續發行3.9萬億人民幣地方債，以及總額高達1萬億人民幣的超長期特別國債，用於國家重大戰略產業實施及工程項目建設，且表示這類長期特別國債擬今後連續幾年發行，意味廣義財政將會持續擴張。我們認為，目前內地的低利率環境正正是中央適度增加槓桿率以穩增長的絕佳時機，料可為港股及A股帶來一定托底支持作用。惟不能忽略的是，地方政府賣地收益大減的頹勢未止，加上融資平台去槓桿壓力，可能某程度上攤薄了中央加槓桿對刺激實體經濟的邊際效益。整體而言，投資者須觀望年內長期債券的實際發行進度，以及資金主力投放在哪些領域，方可制定更全面精準的投資方向。

#### 3. 低利率宜選高收益國企，通脹重臨可振風險胃納

貨幣政策方面，《政府工作報告》內的措辭表述跟2023年相差無幾，例如「靈活適度、精準有效」和「社會融資規模需與經濟增長和價格水平預期目標相匹配」。然而，兩會期間人民銀行行長潘功勝於記者會上的發言，其中包括「把推動物價溫和回升作為貨幣政策的重要考量」和「目前銀行存款準備金率平均在7%，後續仍有降準空間」，似乎暗示著一旦內地的通縮風險威脅增加，人行將會當機立斷進一步降準、減息及加大PSL的淨投放。短期來說，隨著貨幣政策偏寬鬆方向未變，內地市場利率料於較低水平徘徊，如中國10年期國債收益率近期一度下試歷年新低2.3%水平，令保守型固定收息資產的吸引力已大不如前。收益率下跌的情況或加速引導中長線資金重新調配其投資組合的資產分布，即減持國債及投資級別企業債，轉投至高收益價值型股票上，尤其以增持現金流穩定、淨負債率偏低或處淨現金水平、派息比率較高的大型央企及國企股票為主。符合上述條件的股份大多在內銀、能源、電訊、公用、公路等板塊。事實上，隨著中國10年期國債收益率從2023年底的2.6%降至現時約2.3%，恒生滬深港(特選企業)高股息率指數呈現強勢，年初至今(截至3月21日)升幅達8.7%，表現凌駕於恒生指數。即使前者現時的股息率已回調至約8%，惟仍遠高於內地的無風險利率，預期待股價出現輕微調整後，將會繼續獲得內地中長期資金青睞。除此之外，投資者須緊盯內地未來兩季的通脹數據，受益於過去數月人行大舉放寬銀根之成效逐步顯現，加上按年基數回落，我們相信中國內地的消費物價指數(CPI)和生產物價指數(PPI)於本季將會走出谷底，前者更有望扭負轉正。若市場確認內地通縮陰霾消退，勢將提振市場風險胃納，其中消費及原材料板塊可望成為最大贏家。

恒生滬深港(特選企業)高股息率指數和恒生指數走勢



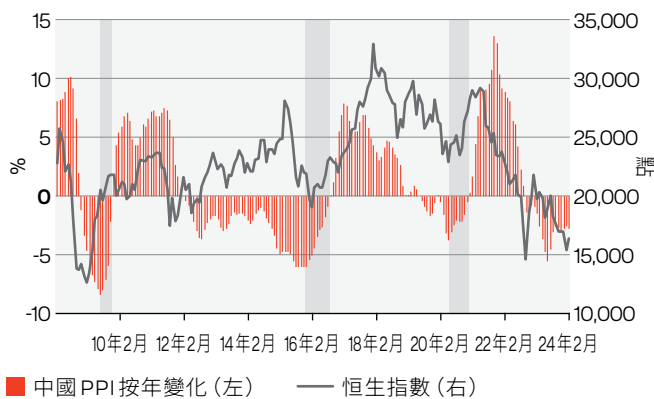
資料來源：彭博，數據截至2024年3月21日  
註：2023年12月29日為基數100

恒生滬深港(特選企業)高股息率指數與中國國債信息走勢



資料來源：彭博，數據截至2024年3月21日

2008年至今中國PPI與恒生指數走勢



資料來源：彭博，數據截至2024年3月21日

**4. 新興創科行業有危有機，警惕美國制裁風險**

產業政策方面，新質生產力發展成為今年兩會重中之重的主題。具體可分為三大領域：

- i) 產業鏈及供應鏈優化升級，旨在推動傳統產業邁向高端化、智能化、節能化轉型；
- ii) 積極培育新興產業和未來產業，包括智能網聯新能源車、氫能、生物製藥、高端裝備、商業航天等；
- iii) 推進數字經濟創新發展，開展「人工智能+」行動，料惠及半導體設備、數據中心、雲計算、生成式人工智能(AI)大模型開發、AI智能硬件設備等。

國策支持固然是一大優勢，但不能忽略的是，以上部分創新產業近期發展面臨多重挑戰，導致相關股票價格一沉百踩。當中最大的「緊箍咒」莫過於是美國政府或國會頻繁針對中國創科企業施加的各種禁令。繼2023年收緊對中國半導體企業的生產設備供貨管制，以壓制中國AI技術發展後，近月又通過《生物安全法案》，旨在禁止中國生物科技公司與美國藥企的業務來往。今年11月美國總統大選舉行之前，華府會否進一步通過制裁法案，以箝制中國的智能電動車、商用電腦、智能手機設備、6G電訊設備在內的高科技產業發展，實屬投資市場短期的最大風險。

**5. 以舊換新成效視乎細節，消費及工業股擇優而取**

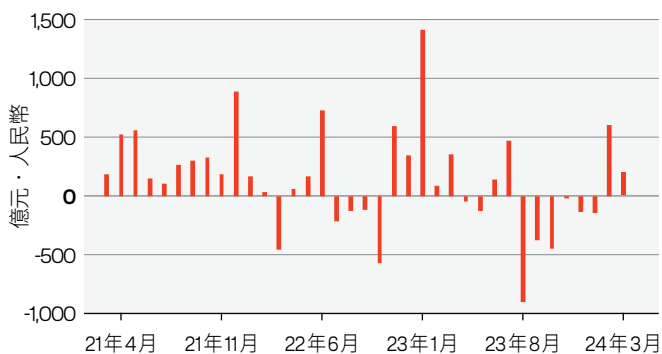
今次《政府工作報告》在促消費和擴投資上也著墨不少。當中以「推動消費品以舊換新」及「大規模推動各類生產和服務設備更新」屬重頭戲。一如以往，消費品以舊換新的主要目標為家電及新能源汽車，可惜的是，今次報告並未提及政府具體補貼額度。觀乎國務院其後發布的相關行動方案，僅以鼓勵車企開展促銷活動、優化汽車限購措施、提供稅務及信貸支持等方式推行，刺激力度似乎略遜一籌。當然，個別城市如上海，早前就發布新一輪汽車以舊換新及智能家電消費補貼政策，單次最大資助額分別為1萬元和1千元人民幣。我們不排除未來會有更多一、二線城市仿效這類真金白銀之補貼活動，故宜伺機擇優吸納非必需消費股。至於在生產設備更新的一環，則聚焦於工業、建築、交通、農業、醫療等行業，透過引導企業升級換代，目標於4年內將以上各範疇的設備投資規模增長25%。當局所訂目標固然進取有餘，惟企業實際投資進度將取決於具體補助範圍及規模。若最終推出的方案令市場感到驚喜，料可提振液化天然氣(LNG)重卡設備、鐵路機車設備、建築機械、電力設備、船舶製造等板塊。

## 股票

### 資金面：外資沽壓收斂，國家隊功成身退？

經過2023年8月起連續6個月外資撤離中國股市後，今年2月終於迎來轉機。參考「滬深港通」的北向資金流數據，今年2月和3月（截至3月21日）分別錄得淨流入607億和197億元人民幣，2月淨加倉A股的規模更創下13個月新高。我們不排除部分北向資金實際上是由離岸「國家隊」貢獻，歐美資金對A股和港股的看法仍相對謹慎，惟至少已扭轉過去半年大舉拋售和極度低配中資股的格局。至於未來數月外資會否進一步增持中國股票，還須視乎內地物價回升的進度、穩增長政策的力度、中美關係發展等因素，但整體而言，仍具有不少阻力。此外，近期多個亞太區或新興市場股市表現氣勢如虹，自然吸引海外長倉基金持續加倉，也分薄了資金配置中資股的比例。

#### 過去3年「滬深港通」每月成交淨額



註：2024年3月的數據截至3月21日

資料來源：彭博，數據截至2024年3月21日

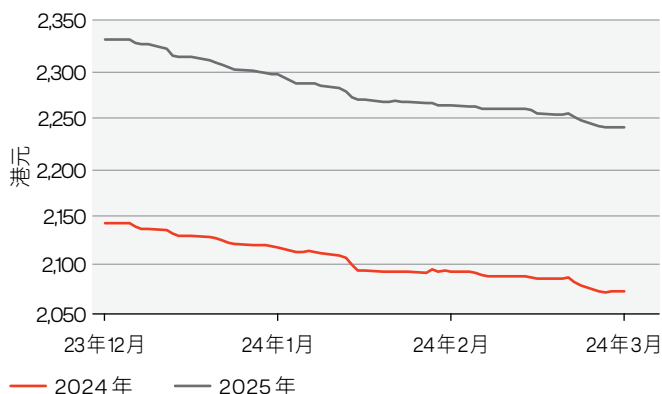
另一邊廂，A股和港股在今年1月見底回升，「國家隊」資金自然是功不可沒。正如上季在《砥礪前行》的章節中所預測，中央將多管齊下提升中長期資金配置股權類資產的比例，過去3個月就從多方面兌現，包括：i) 中央匯金表示擴大對交易所買賣基金(ETF)的增持範圍和規模；ii) 中證監宣布引導公募基金、私募基金、證券公司、社保基金、保險機構等各類機構投資者更大力度入市；iii) 國資委宣布啟動國企公司市值管理考核，鼓勵國企透過增加派息或股票回購比例，以提升中長期資金入市的回報。由於「國家隊」資金進場護盤多以增持A股指數ETF為主，故近月相關指數ETF的資金淨流入屢創新高。根據彭博數據，截至3月

22日，滬深300指數及中證500指數的ETF產品，年內暫分別錄得360億及60億美元的淨流入，分別約佔過去1年兩者淨流入額度的60%及76%，反映「國家隊」資金在今年首季的參與程度遠較2023年活躍。然而，參考以往經驗，「國家隊」資金往往在市場信心極度虛怯，甚至出現恐慌性拋售之際才會挺身而出，即是以低位吸納為目標，而非持續提供上升動能，故當市場氣氛趨於穩定之後，可能就是「國家隊」資金鳴金收兵之時。大市此後能否再往上衝，說到底其他不同的資金仍屬關鍵。

### 下調港股盈測與估值倍數，恒指目標18,500點

儘管內地經濟仍受到房地產行業銷售疲軟、房企違約風險持續、地方政府去槓桿等因素拖累，預期企業盈利向上修復需時，惟中央在貨幣、產業及資本市場相關政策上漸吹暖風，加上「國家隊」資金護盤態度堅決，相信可穩住估值進一步下調之壓力。整體而言，我們將恒指今年的每股盈利預測從上季的2,170港元下調至2,100港元，略高於目前彭博的市場預測共識約2060港元。估值方面，恒指目前約8倍的預測市盈率已低於過去10年平均2個標準差，若滿足以下條件：i) 美國今年中開始減息；ii) 內地加大刺激經濟的力度；iii) 中美關係改善，相信可觸發港股估值重估。我們給予恒指今年的預測市盈率目標為8.8倍，因而將恒指今年的目標水平由上季預測的19,500點下調至18,500點。

#### 年初至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2024年3月21日

2024年第2季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 <sup>#</sup>
中資電訊	<ol style="list-style-type: none"> <li>受惠內地數碼化加速、AI大模型訓練及應用範疇擴大，電訊行業包括雲計算及數據中心等新興企業業務收入在2023年錄得按年增長19%，收入佔比提升至21%，今年料可維持較高速增長。</li> <li>中國工信部表示，今年將深化5.5G應用、推進6G預研，以及加快布局智能算力設施，屬政策重點支持行業之一。</li> <li>受惠5G資本開支見頂及強勁經營現金流，龍頭電訊營運商在2023年均能提升派息比率至介乎55%至71%，更預期未來兩年可持續增加。目前相關股份的預測股息率高達6.2至8.0%，屬波動市況中穩守突擊之選。</li> </ol>	****
本地高息概念 (公用事業、電訊、 交通運輸、綜合企業)	<ol style="list-style-type: none"> <li>美聯儲料最快於本季開始降息，美國10年期國債收益率中線下行趨勢已成，本地部分公用、電訊及綜合企業的股息率介乎5至9%，更顯吸引力。</li> <li>相關企業業績能見度較高。大部分海外公用事業項目，如供電、供水及供氣等，受到利潤管制協議保障，收益與通脹率掛鈎。同時，資產負債表穩健，普遍可提升派息，並有充裕槓桿空間未來作潛在收購。</li> <li>香港《財政預算案》致力推動更多盛事刺激本港旅遊業發展，另外內地更多城市或獲納入「自由行」名單，預期將提升航空及鐵路等交通運輸客運量。</li> </ol>	****
工業設備 (鐵路設備、LNG重卡、 機械、電力及氫能設備)	<ol style="list-style-type: none"> <li>國策支持大規模生產設備更新換代，未來或推出金融信貸或稅務補貼措施，並收緊耗能及排放等環保要求，刺激新一代建築、交通、工業、能源等設備銷售。</li> <li>國家能源局發布《2024年能源工作指導意見》，目標於今年內提升非化石能源發電裝機佔比至55%，並多方面推進氫能產業發展，料有利相關能源設備訂單。</li> <li>行業內的龍頭企業多具有國企背景，其資產負債表相對穩健，且頗受內地長期資金青睞，估值具上調空間。</li> </ol>	***
網絡遊戲	<ol style="list-style-type: none"> <li>國家新聞出版署網站今年1月移除了網絡遊戲管理辦法(草案徵求意見稿)，另當局在2023年10月至今年2月期間，每月平均批出115個新遊戲版號，已超越2021年(停止新遊戲版號發放前)的平均月度水平，反映審批流程已趨正常化，政策風險降低。</li> <li>多隻重磅手機遊戲預期於今年第2或3季推出，例如《射鵰》、《燕雲十六聲》、《永劫無間》、《地下城與勇士：起源》、《Need for Speed》等，預期可提振龍頭企業的流水收益，成為下半年盈利增長的主要動力。</li> <li>板塊龍頭企業在今年的預測市盈率平均僅為14至16倍，遠低於歷史平均值。若新遊戲發布後反應理想，估值料有顯著上調空間。</li> </ol>	***

<sup>#</sup> 標註：看好程度以\*數目作為評分，最高5\*，最低1\*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

**本章總結：**

- A股及港股的寒冬已過，但走勢預期仍會反覆，投資者須嚴控注碼、分散風險、選股為先
- 「國家隊」資金令A股及港股止跌回升，海外資金仍屬後市能否進一步向上的關鍵
- 給予恒指今年每股盈利預測2,100元，預測市盈率8.8倍，對應今年指數目標為18,500點
- 本季可重點關注的板塊包括中資電訊、本地高息概念、工業設備、網絡遊戲

## 股票

東亞聯豐投資團隊

## 保持投資 亞洲股市具增長和收益機會

利用亞洲獨有的低通脹及經濟增長條件，部署具結構性增長及發展潛力的板塊

市場對美聯儲減息時間未有一致看法，高利率環境預計維持至今年。美國經濟儘管有機會放緩，但相信能維持強韌，加上通脹穩步下降，未來息口勢必跟隨向下，惟減息步伐未明。

東亞聯豐投資團隊預計高利率環境可維持至今年中的看法不變。我們繼續預期美國GDP將有 2.7% 的穩健增長，加上亞洲區的經濟基調維持良好，整體趨勢有利風險資產。投資者適宜保持投資，混合股債優勢特質（債券分析詳情可參閱《債券》章節），謹慎部署，減低投資組合價值被蠶食的風險，為財富增值。

儘管減息時間表未明，亞洲區資產尤其不容忽視，因為減息周期和雙赤字將扭轉美元強勢，利好亞洲。東亞聯豐投資團隊相信印度和印尼兩國經濟表現將會強勁。受惠人口結構的板塊包括有健康和基礎建設，至於消費、銀行和工業等股份，均可被看高一線。此外，團隊也看好日本、台灣和南韓等地的科技股，主因該類股份料能受益於人工智能的結構性增長趨勢和科技板塊周期性復甦。

### 科技板塊繼續於亞洲推進 南韓和台灣科技股現復甦機會

科技行業的結構性和周期性增長空間龐大。東亞聯豐投資團隊看好日本、台灣、南韓、美國的科技股，當中尤為看好台灣。半導體行業剛剛開始復甦，歷史數據顯示，相關股份的上升趨勢將可持續6至8個季度。我們特別留意從事後周期業務的企業，例如 ABF 載板 (ABF Substrates)、原始晶圓 (Raw Wafers) 和空間技術 (Foundry Space)。此外，數據中心、記憶體、半導體以及人工智能將推動個人電腦和手機業務的發展，有利該類股份的庫存觸底反彈。另一方面，科技公司對人工智能晶片的需求將不斷增加。同時，國家之間的競爭將推動人工智能在未來多年持續發展，在這範疇領先的企業和國家，其業務和經濟有望以幾何級數持續增長。



資料來源：東亞聯豐投資、彭博，數據截至2024年1月31日

## 印度和印尼具結構性增長潛力

印度和印尼的經濟正處於結構性增長階段。兩國政府大力投資基建，加上當地勞動人口不斷增加，利好當地的消費及服務業前景，包括食品飲料、汽車、酒店以及醫療保健等。除此之外，受汽車、房屋和基建等相關借貸帶動，東亞聯豐投資團隊也看好當地的銀行、個人融資和保險股的前景。

印度總理莫迪大力推行經濟改革，例如降低企業稅，以及增加公路、再生能源產能和鐵路等基建投資，預期當地的工業股和原材料股可看高一線。印尼的金屬股和材料股也料會備受投資者青睞。印尼擁有全球最大鎳存量，鎳是製造電動車電池的原料。由於當地政府在2019年禁止鎳出口，促使外國電池製造商紛紛在印尼設廠，因而吸引到大量外資和推動行業發展。

印度和印尼今年均會舉行大選。印度總理莫迪的執政黨現時正在領先，有利樂觀的投資氣氛持續。印尼總統選舉在2月中已經進行，現任國防部長普拉博沃 (Prabowo Subianto) 當選下任總統，而現任總統佐科維多多的長子吉布蘭 (Gibran Rakabuming) 將會成為副總統。市場相信目前印尼的經濟相關政策將得以延續，料對當地經濟續有正面發展。



## 中國內地經濟結構性轉型需時，可留意消費和價值型股份

剛過去的兩會，中國政府所定下的2024年經濟增長和赤字率等目標均與2023年相若，因此市場預計當局須推出更有力的措施，方能達成相關經濟目標。中國近期的救市措施一直備受關注，包括「國家隊」連番入市穩定投資者信心，以及人民銀行大幅降低5年期貸款利率0.25%，遠超市場預期的0.1%。迄今，中國經濟仍處於結構性調整階段，當局維持「漸進式政策」方針，以控制經濟下行風險，惟預期經濟仍需時復甦。雖然現時中國經濟前景不明朗影響到民眾消費意欲，但在消費降級的環境下，一些龍頭消費股反而更具投資價值。此外，中國價值型高息股，例如能源和公用事業的基本面穩健，也受到東亞聯豐投資團隊青睞。其中，能源股更可對沖地緣政治風險。

市場雖然存在不明朗因素，例如減息時間、中國經濟復甦步伐和地緣局勢變化等，但通脹降溫將有助風險資產表現。當減息出現時，美元強勢將會逆轉，將成為利好亞洲資產的催化劑。因此，投資者須保持投資，並利用亞洲獨有的低通脹及經濟增長條件，部署在科技等具結構性增長及發展潛力的板塊，為降息趨勢作好準備。

### 本章總結：

- 美國減息時間未定，投資者宜保持投資。美元走低預期將惠及亞洲資產
- 看好股票，尤其是台灣和南韓的科技股
- 結構性增長有助帶動印度和印尼的消費、金融、工業股

## 開啟新局

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

# 美聯儲對經濟增長具信心，通脹回升無礙減息計劃

美匯指數第2季預計波幅範圍

101.00 至 106.00

美匯指數1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第4季	3.4 (按年)
失業率	2024年2月	3.9
零售銷售	2024年2月	1.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年2月	3.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

## 市場認為美聯儲於減息的跑道上或落後於其他央行

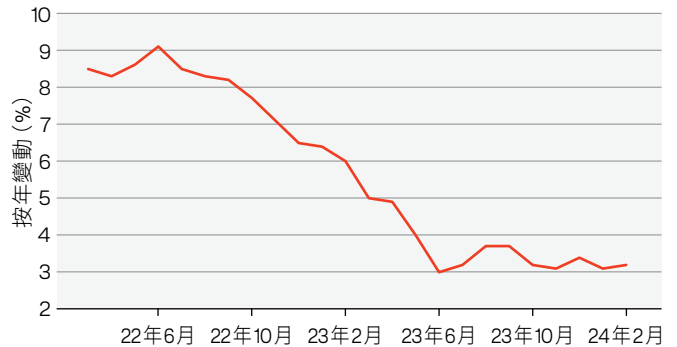
美聯儲於今年3月的議息會議中維持利率不變，從最新的點陣圖中可見，美聯儲委員們的今年底預測利率中位數為4.6厘，預期今年及明年均分別減息3次，每次25個基點，政策利率在2025年底將降至3.9%水平，有關利率預測一度推低美元。不過，隨著瑞士央行出乎意料地下調政策利率，成為第1個放寬貨幣政策的主要央行，加上美聯儲主席鮑威爾多次確認美國經濟將繼續保持穩健增長，令市場認為美聯儲或不急於減息，且有機會在減息跑道上落後於其他央行。因此，在美元作為全球主要儲備貨幣及續受助於利差優勢下，美匯指數重上104水平。我們認為美聯儲暫未落實首次減息日期，而未來減息步伐仍將取決於美國最新的經濟數據表現。

## 通脹縱再回升，亦不影響美聯儲年內減息決心

由於汽油價格和住屋成本上升，導致美國最新的通脹率意外回升。當地基礎通脹率連續兩個月超出預期，今年2月整體消費物價指數按年增3.2%，為2023年12月以來新高。反映物價基本趨勢的核心通脹率按年增長雖從今年1月的

3.9%降至2月的3.8%，但仍高於市場預期的3.7%。另一方面，鮑威爾在之前的國會聽證會中表示，雖然未有把握通脹會持續下跌，但相信物價壓力會持續紓緩。他亦表示通脹雖仍具黏性，但對短期採取減息的行動更具信心。美聯儲仍未落實今年減息的時間表，但市場預期就算通脹再回升，幅度亦屬輕微，不會影響美聯儲於年內開始減息決心。

美國消費物價指數 (CPI)



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

## 美聯儲對經濟具信心，「軟著陸」指日可待

鮑威爾在今年3月舉行的國會聽證會上表示，美國經濟陷入衰退的機會不大，並在同月的議息會議中上調了經濟增長預測。美聯儲對今年度的經濟增長預估由原先的1.4%大幅上調至2.1%，進一步確認經濟將繼續健康增長。從經濟角度考慮，美國經濟增長相對穩健，且失業率處於自然失業率範圍內，加上通脹升幅可控，我們預期美國經濟「軟著陸」指日可待。





外匯 歐元兌美元

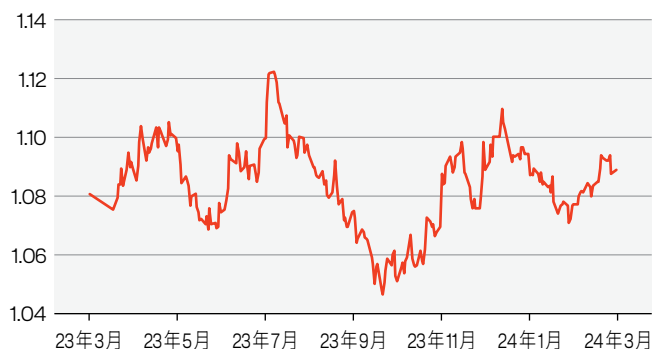
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

## 歐央行視工資走勢為減息關鍵，料隨美聯儲減息機會大

歐元兌美元第2季預計波幅範圍

1.0600 至 1.1100

歐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第四季	0.1 (按年)
失業率	2024年1月	6.4
零售銷售	2024年1月	-1 (按年)
調和消費物價指數 (HICP)	2024年2月	2.6 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

### 物價及工資增長皆放緩，但通脹回落水平仍待達標

歐元區今年2月的調和消費物價指數 (HICP) 按年漲幅從2023年12月的2.9%降至2.6%，逐步回落至歐洲央行2%的目標通脹水平。服務業通脹率則持穩在4.0%，數據表明該區通脹壓力依然存在，尤其是來自工資上漲的壓力。雖然歐元區2023年第四季工資增長已見放緩，通脹有見頂跡象，但歐央行總裁拉加德仍多次表示，雖然物價壓力減且工資增長溫和，但仍須繼續觀察通脹率能否持續下降。

### 歐央行或於6月啟動減息，須視乎工資走勢

歐央行在今年3月將指標利率維持在紀錄高位，並稱該區物價壓力正進一步放緩，加上數據顯示經濟轉弱，委員們已正為首次減息作準備，前提是須觀察更多經濟指標，尤其是工資走勢。拉加德暗示，歐央行最快於6月的議息會議上考慮減息，因屆時已有該區第一季的工資數據作參考。若然未來數個月歐元區的經濟數據表現欠佳，或促使歐央行在6月時啟動減息行動。整體而言，我們預期歐元區短期的減息步伐會跟隨美聯儲的減息時間表。

### 歐元區經濟徘徊衰退邊緣，歐央行有更大理據減息

作為歐元區最大經濟體的德國，其經濟已出現萎縮，但整體歐元區經濟暫能避開技術性衰退，惟該區的經濟動力疲弱。歐元區2023年第四季GDP按年增長0.1%，此前對上1季則是按年零增長。若歐元區經濟之後陷入技術性衰退，料屆時歐央行有減息的急切性。

歐元區國內生產總值季度表現



資料來源：路透社，數據截至2024年3月



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

# 英國經濟與通脹齊向下，減息大門已開

英鎊兌美元第2季預計波幅範圍

1.2400 至 1.2900

英鎊兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023 第 4 季	-0.2 (按年)
失業率	2024 年 1 月	3.9
零售銷售	2024 年 2 月	-0.4 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024 年 2 月	3.4 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

## 英倫銀行已排除再次加息的可能性

英倫銀行在今年2月的議息會議中，把利率維持在近16年來高位的5.25%，並在政策聲明中捨棄了若通脹壓力持續將須進一步推行緊縮貨幣政策的警告，這反映了該央行已放下通脹持續走高的心頭大石，兼打開減息大門。不過，英倫銀行行長貝利及多位貨幣政策委員會 (MPC) 成員及後均表示，他們正在尋找更多通脹風險減弱的證據。英倫銀行副總裁布羅德班特高亦曾稱通脹壓力仍大，今年雖有機會減息，但須取決於經濟情況。由央行官員的言論中可見，英國對何時減息仍未有腹稿，但已排除了再次加息的可能。

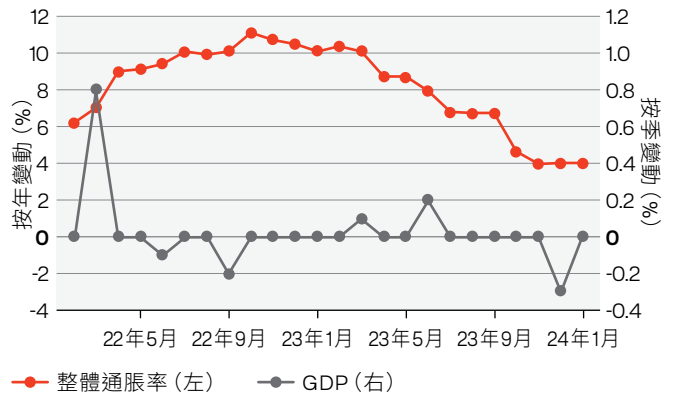
## 英國通脹壓力緩和，年內減息機會增

英倫銀行的官員曾多次表示，短期貨幣政策走向將取決於經濟表現。英國今年1月的CPI按年增長4.0%，增幅與2023年12月一樣，通脹出現紓緩跡象令市場感到意外。撇除波動較大的食品、能源、煙酒價格的核心通脹率，亦維持在5.1%。同時，英國在2023年最後3個月的薪資水平按年增長6.2%，增速為1年多以來最慢，料有助減輕通脹壓力。由於通脹情況有明顯改善，加大了市場對英倫銀行今年降息的預期。可是，目前的通脹水平始終未達到該央行訂立的目標，料短期實施進取減息的機會很微。

## 經濟正陷衰退，料短期或見底

經濟表現方面，英國GDP在截至2023年12月的3個月萎縮0.3%，計及2023年第3季度倒退0.1%，連續兩個季度下跌已符合陷入技術性衰退的定義。經濟疲弱令英倫銀行難以繼續加息，同時亦令市場相信該央行將會開始考慮減息。從經濟角度上看，英倫銀行於年內減息的機會正在增加，但減息的時間須視乎經濟情況。在通脹壓力紓緩和經濟衰退的環境下，我們預期英倫銀行將很大機會與其他央行一樣，待美聯儲啟動減息後，便會跟隨減息。

英國整體通脹率及GDP按季初值



資料來源：路透社，數據截至2024年3月



外匯 美元兌日圓

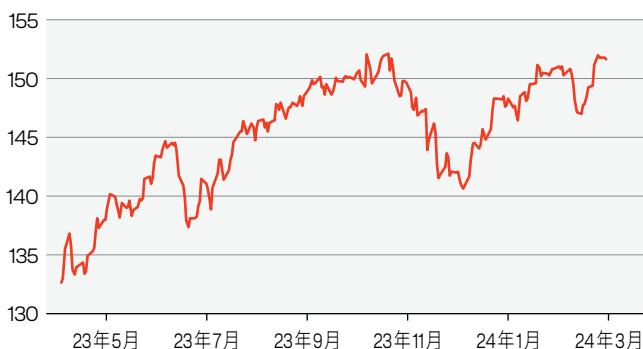
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

## 日本央行結束負利率政策，短期持續加息機會微

美元兌日圓第2季預計波幅範圍

146.00 至 153.00

美元兌日圓1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第4季 (初值)	-0.4 (按季年率)
失業率	2024年2月	2.6
零售銷售	2024年2月	4.6 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年2月	2.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

### 日本央行結束負利率政策，但日圓不升反跌

日本央行於今年3月的議息會議中落實加息，為17年來首次，並取消收益率曲線控制 (YCC) 政策。該央行宣布結束持續了8年之久的負利率政策，將隔夜拆款利率上調至0至0.1%區間。這表明日本央行將緩慢但穩步地走向貨幣政策正常化，但日圓不升反跌，美元兌日圓更升破151水平。這是因為市場此前已消化日本央行改變貨幣政策方向的預期，且日本和美國的利差短期來說依然明顯，加上在議息兩周前美元兌日圓曾跌至146附近水平，相信部分投資者已於該水平獲利。

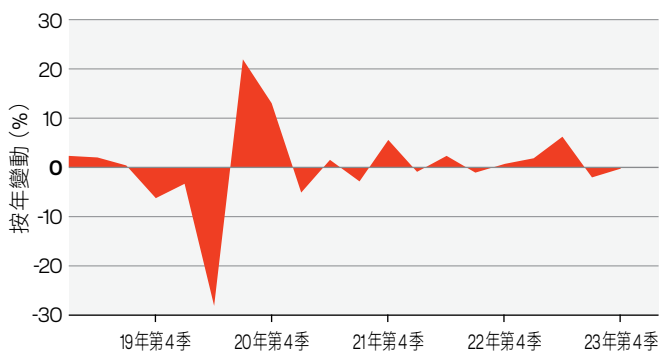


### 日央行行長稱將繼續以超寬鬆貨幣政策支持經濟

日本央行堅決主張強勁的工資增長是寬鬆政策退場的先決條件，因此在今年強勁「春鬥」工資談判結果下，最終令央行一如預期般於3月結束維持多年的負利率政策。雖然漲薪幅度理想，但因當地通脹主要是受日圓貶值而帶動的輸入性通脹，令中長線通脹升幅受到限制，因而減低央行持續加息的動力。同時，日本央行總裁植田和男於議息會議後表示，雖對通脹增長勢頭抱有信心，但仍將繼續實行超寬鬆貨幣政策支持經濟。另外，日本在2023年第4季的GDP初值按季年率意外下跌0.4%，而前一季的經濟亦萎縮3.3%，這表示日本經濟已陷入技術性衰退。在經濟疲弱的環境下，將阻礙央行之後加息的決定。因此，日本目前的經濟仍欠強大基礎，預期日本央行於年內持續加息的空間有限。

### 日本國內生產總值季度表現 (初值)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月



### 若美聯儲提前減息，將有助收窄美日息差

美聯儲已於今年3月的議息會議中表示年內即將降息，而明年也有持續降息的部署。鑑於日本央行目前繼續加息的動力有限，美國與日本短期的息差走勢將取決於美聯儲何時開始減息及有關的減息幅度。即若美國聯儲局愈早減息，將有望收窄美日息差，從而有助日圓的整體走勢。因此，投資者投資日圓時，亦須留意美聯儲貨幣政策走向等被動因素。

外匯 澳元兌美元

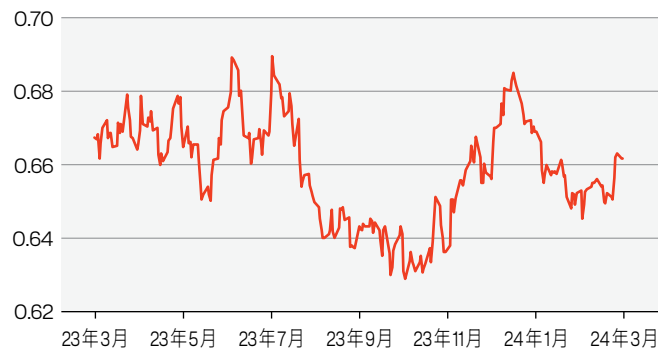
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

# 澳洲央行或較遲減息，助鞏固澳元息差優勢

澳元兌美元第2季預計波幅範圍

0.6400 至 0.6900

澳元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

## 澳洲央行若延遲減息，有助鞏固息差優勢

隨著通脹回落和勞動力市場降溫的速度較預期快，澳洲央行未有再加息，並在今年2月把政策利率維持於4.35%的水平不變。根據議息會議記錄，該央行認為須更多時間確認通脹率持續下降，才會排除加息的可能性。儘管如此，市場傾向相信澳洲央行加息行動已經完結，並有機會跟隨美聯儲在年內減息。不過，由於澳洲通脹率仍處較高水平，澳洲央行首次減息的時間或會較遲。利率期貨市場價格反映，當地最快在今年8月才有較大機會開始減息，其時包括美聯儲等環球其他主要央行或已開展減息周期。若澳洲央行較其他央行遲減息，將能鞏固澳元目前的息差優勢，有利澳元短線及中線表現。

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第四季	1.5 (按季年率)
失業率	2024年2月	3.7
零售銷售	2024年1月	1.1 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2023年第四季	4.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

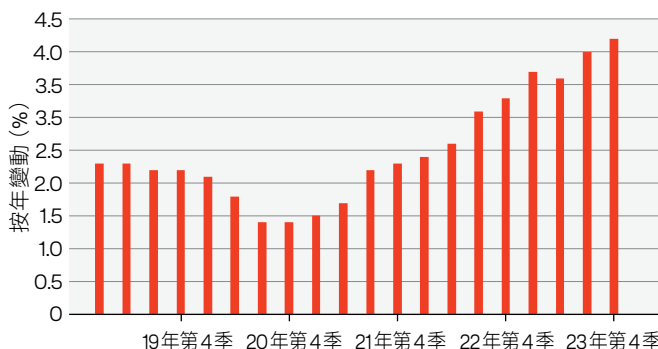
## 中國經濟逐步復甦助澳元可看高一線

近期中國公布的經濟數據雖好壞參半，但整體而言經濟正逐步復甦。由於澳洲和中國的經濟具較高關聯性，故中國經濟表現是左右澳元短期走勢的主要因素之一。假如中國經濟能進一步回暖，將有助刺激澳洲國內經濟活動及當地鐵礦石出口價格，令澳元可較其他非美貨幣看高一線。

## 澳洲通脹回落，但薪資續升

澳洲在2023年第四季按年通脹率進一步下跌至4.1%，為兩年新低。消費物價指數升幅放緩程度超過預期，令市場預期澳洲央行有機會提早減息。然而，當地同期的薪資價格指數按年增幅由前一季度的4.0%升至4.2%，不單升勢持續，還是自2009年初以來錄得最大增幅。數據反映澳洲整體物價雖見回落，但支撐通脹率上升的工資物價指數仍在走高。因此，我們預期澳洲的通脹在短期回落速度較慢，因而減低澳洲央行短時間內減息的可能性。

澳洲薪資價格指數



資料來源：路透社，數據截至2024年3月



## 外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

## 紐西蘭通脹回落但仍處高位，或拖遲央行減息決定

紐元兌美元第2季預計波幅範圍

0.5800 至 0.6300

紐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第4季	-0.3 (按年)
失業率	2023年第4季	4.0
零售銷售	2023年第4季	-4.1 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2023年第4季	4.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

## 紐西蘭央行否決了市場對加息的預期

紐西蘭央行於今年2月的議息會議中，維持官方隔夜拆款利率 (OCR) 5.5% 不變，並預測 OCR 峰值由之前的 5.7% 下調至 5.6%。這行動意味紐央行進一步加息的機會驟減，並暗示利率周期已經見頂。同時，紐央行也出乎意料下調利率預測峰值，令市場認為紐西蘭再加息的機會很微。在此之前，市場預期紐央行仍有機會上調目前 5.5% 的現金利率，但當該央行進行了上述的鴿派行動後，令紐元及紐西蘭債息下挫。紐央行以行動否定了市場對加息的預期，我們預期紐西蘭最快或要到今年第3季約8月時，才會開始降低基本借貸成本。

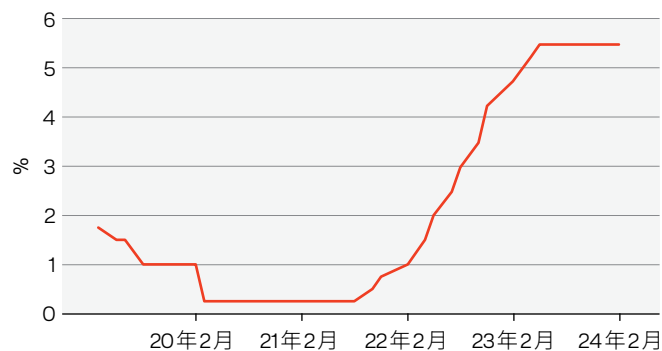
## 通脹略回惟仍處高位，或拖遲紐央行減息

紐西蘭的CPI在2023年第4季按年上漲4.7%，為逾兩年以來低位，亦較第3季的年度通漲率5.6%，下降0.9個百分點。當地物價在2022年第2季開始從7.35%峰值持續回落，但現水平仍高於央行1至3%的目標區間。紐西蘭央行行長奧爾亦多次重申，現時4.7%的通漲率仍然很高，令該行須將利率維持於目前的高水平。紐西蘭的通脹水平高於其他主要國家，因此我們預期紐央行將在今年較後時間才能落實減息，息差優勢料將有利紐元短線表現。

## 紐元於減息周期之初料仍具息差優勢

目前來看，紐西蘭央行跟各大央行的貨幣政策方向一致，下一步的行動很大機會是減息。紐西蘭目前5.5%的利率水平屬較高水平，若各大央行同步開始減息且減幅相若，紐元在減息周期的前段時間將能保持一定的息差優勢。再者，由於當地的通脹率較高，紐央行或不急於減息。從息差角度來看，紐元於減息周期的初期仍將受惠其較高的息差優勢。

## 紐西蘭官方現金利率



資料來源：路透社，數據截至2024年3月



### 外匯 美元兌加元

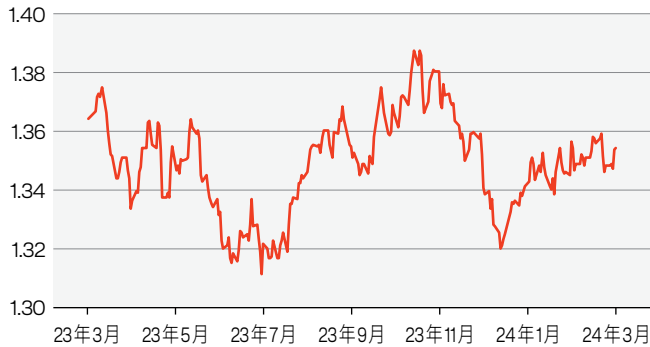
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

## 通脹回落至央行目標範圍，年內減息機會大

美元兌加元第2季預計波幅範圍

1.3300 至 1.3800

美元兌加元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

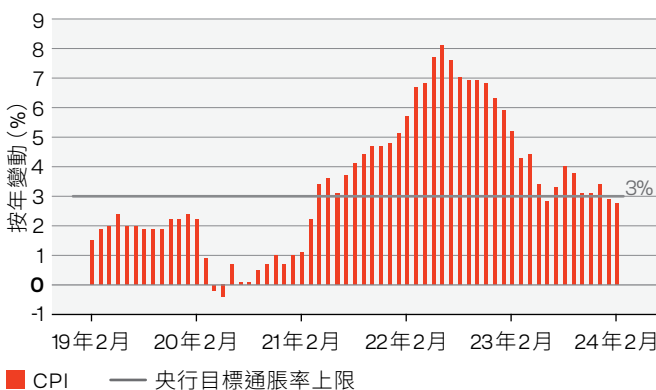
加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第4季	1 (按季年率)
失業率	2024年2月	5.8
零售銷售	2024年1月	-0.3 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2024年2月	2.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

### 通脹水平達標成為央行減息的理由

加拿大今年2月的CPI按年上漲2.8%，較2023年12月上漲3.4%和今年1月上漲2.9%，有所回落。而今年1月的通脹率更是當地自2023年6月以來首次降至央行1至3%的目標範圍之內。由此可見，加拿大央行的貨幣緊縮政策已經在經濟上發揮功效，通脹降溫料能讓當地央行有更大的空間考慮減息。若然當地通脹隨全球通脹進一步降溫，加拿大央行或於今年下半年展開寬鬆貨幣政策周期。

### 加拿大整體通脹率



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

### 加央行稱現考慮減息屬過早，料將隨美聯儲減息

加拿大通脹明顯降溫，令市場相信加拿大央行不用再以緊縮貨幣政策來應對通脹，並轉為關注加拿大將何時減息。不過，加央行在今年3月的議息會議中維持利率於5%峰值不變，且表示因核心通脹仍居高不下，故現時考慮減息仍言之過早。雖然加央行未有明確的減息時間表，但當地通脹率已回落至央行的目標水平，相信加拿大在年內跟隨美聯儲減息的機會很高。

### 需求不足前題下，油價料繼續區間波動

石油輸出國組織及其盟友 (OPEC+) 在年初擴大石油減產規模，惟受累於環球經濟有放緩跡象，油價未有因供應量減少而上升。我們預期今年環球經濟仍面臨萎縮的壓力，石油需求維持疲弱，即使OPEC+進一步減少石油供應，在需求不足下，油價短期只能維持區間波動，缺乏明確方向。我們預料紐約期油將於每桶70至80美元的範圍內上落，對加元整體走勢的刺激不大。



外匯 美元兌離岸人民幣

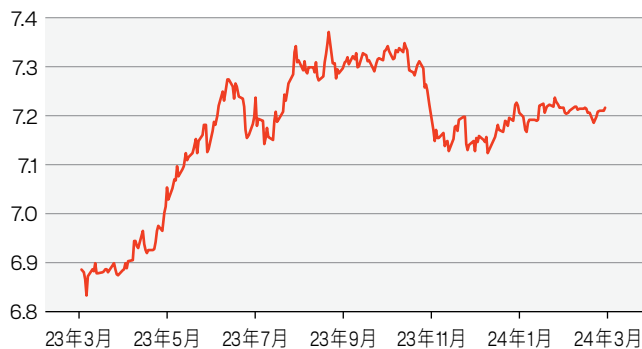
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

## 人行寬鬆周期未完，人民幣短期料於區間波動持穩

美元兌人民幣第2季預計波幅範圍

7.1500 至 7.3000

美元兌人民幣1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2023年第四季	5.2 (按年)
失業率	2024年2月	5.3
零售銷售	2024年2月	5.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年2月	0.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年3月

### 調降5年LPR助樓市，料寬鬆周期未完

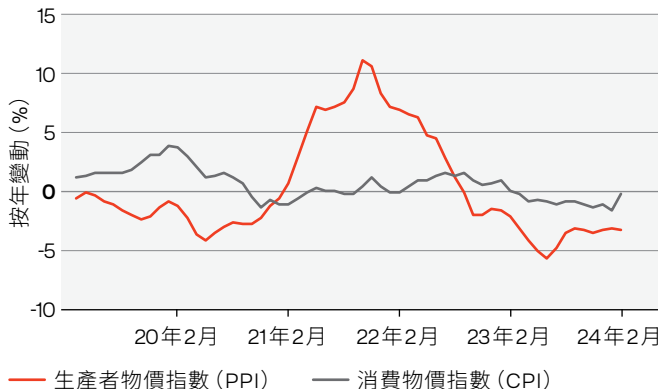
人民銀行於今年2月對貸款市場報價利率 (LPR) 進行了非對稱降息，1年期的利率因銀行淨息差以及匯率壓力而持穩，但5年期以上LPR在事隔8個月後再調低，且幅度為創紀錄的25個基點，這個降息行動釋放了內地政府全力挺樓市的政策信號。人行行長潘功勝亦曾表示，中國貨幣政策工具箱依然豐富，貨幣政策仍有發揮空間，而目前中國銀行業的存款準備金率平均以7%為基礎，後續依然有降準的空間。因此，我們預期央行為了支持經濟速率，將繼續實行寬鬆的貨幣政策，而年內降準及減息等的希望仍然存在，且寬鬆政策的周期並未完結。

### 中國經濟仍處於改善過程，人民幣料區間波動

中國經濟於2023年年尾見底回升後，經濟數據表現仍在改善中，未見大幅度躍進，令市場仍在期待內地經濟復甦的更多證據。中國今年2月的生產物價指數 (PPI) 按年跌2.7%，雖略好過市場預期，惟未有太大起色；同期CPI按年雖重回正數，但持續性仍有待觀察。因此從生產物價層面看，中國經濟要短期擺脫通縮仍有難度。另外，中國財

新2月服務業採購經理人指數 (PMI) 降至三個月低點52.5，雖然數據仍在擴張區間，但有關增長動力勢頭減弱。由此可見，當地服務業重現收縮情況，料企業對未來一年的經營信心繼續減弱。因此，預期人民幣匯率在國內經濟進一步改善之前，將維持雙向波動的格局。

中國生產物價指數 (PPI) 及消費物價指數 (CPI)



資料來源：路透社，數據截至2024年3月

### 若美聯儲於下半年開始減息，有助收窄中美息差

美聯儲主席鮑威爾於今年3月的議息會議表示，預計將於今年及明年分別降息3次，並對經濟前景表示樂觀。市場估計美聯儲將於下半年開始持續降息。雖然預期人民銀行短期將維持其寬鬆的貨幣政策，但若美國開始一如預期般減息，將導致美國國債收益率回落，這有望收窄中美息差，間接令人民幣受惠，增強人民幣匯價走勢。

#### 本章總結：

- 美聯儲對經濟增長具信心，即使通脹再度回升亦不影響年內減息的決心
- 日本央行啟動加息，料短期將繼續推行超寬鬆貨幣政策以支持當地經濟
- 英國經濟雖已踏入衰退，但只屬淺層衰退，預期當地通脹壓力緩和將增加央行年內減息的機會
- 預期澳洲央行將較其他央行遲減息，有助鞏固澳元息差優勢，有利澳元表現

## 春寒料峭

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪  
東亞聯豐投資團隊





## 債券

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

## 春寒料峭

政策忽悠時應有序提升組合的存續期及高評級企業債比例

上季標題是《等待黎明》，暗喻美聯儲終於放棄加息並開始闡述減息意向。投資者等待多時的黎明有可能出現，但減息條件仍然不足，尤其是美國的經濟增長依然強勁。2023年債券市場出現各種極端現象後，資金早已為利率逆轉暗作部署。我們上季再次成功預測美國10年期國債收益率的波動區間，以及「熊式走峭」最後階段將出現收益率曲線正常化。金融狀態及股債波動率反映投資者應開始減持國債並增持企業債。高息企債風險仍相當高，只適合能承受較大風險的投資者。最後按地區分析歐美債市的表現，發現當醞釀減息之時，地區性分析的結果較為可靠。上季整體預測大致與今天結果相若。

本季標題是《春寒料峭》。利率拐點將至未至，仿如置身初春異常寒冷的天氣，但同時要小心乍暖還寒。美聯儲政策忽悠投資市場，不論債券發行人及投資者都已洞悉玩法，自行作出部署。經濟環境及風險規避都預兆減息將至，但不宜過度憧憬減息幅度，幅度料較市場各方預期更為溫和，減息過程亦偏向顛簸，絕非一路順風。本季美國國債收益率預期波動區間將較上季有輕微下調，但其下跌趨勢不會逆轉，盡早鎖定較高息率的債券投資部署較為可取。在利差有序收窄大前提下，投資者應增持企債，同時以槓鈴策略平衡及有序提升債券組合的存續期。至於減息後將如何作出部署？暫仍屬後話。

## 市場動態：政策忽悠但資金早已謀動

美聯儲何時宣布第1次減息？這是全球投資者心中的疑問，當然今天沒有答案，相信就算美聯儲主席鮑威爾亦沒有答案。由2023年7月至今，美國聯邦利率上限維持在5.5%，而各地主要官方利率也亦步亦趨地走高，全球流動性偏緊的問題正逐步浮現。由歐美地方銀行壓力到商業房地產市場搖搖欲墜，由非必需消費呈轉弱跡象到投資市場走向極化，不得不令各大央行思考維持高利率的必要性。其中，鮑威爾重申在今年某個時間開始減息是合適的做法；歐央行已表態好大可能在今年6月首次減息<sup>1</sup>；而英倫銀行行長貝利表示有信心年內首次減息<sup>2</sup>。雖然極少數美聯儲委員及市場參與者建議維持現時的利率水平，甚至乎應考慮再加息，但相關的建議未成氣候。

中國人民銀行早前下調5年期以上貸款市場報價利率(LPR) 25點子，幅度是歷來最大。另一邊廂，日本央行在今年3月已經取消自2016年以來實施的負利率政策和孛息曲線控制政策，但此舉只屬該國自身考慮，故在此不作詳細分析。以下討論都是以減息為基礎，並以環球宏觀經濟而非僅從美國經濟作考量。

## 流動性數據反映無減息迫切性

市場流動性是否過度緊張？根據美國全國商業經濟協會(National Association for Business Economics)今年2月的民意調查顯示<sup>3</sup>，21%受訪者認為美聯儲當前的貨幣政策「過於嚴格」，高於2023年3和8月時14%的水平，亦是自2011年以來新高。除了近月再有美國地區銀行出現財困，流動性問題也開始蔓延至歐日地區。歐洲出現房地產發展商、零售商、商場及百貨營運商等巨企相繼宣布破產<sup>4</sup>，日本企業破產數目連續兩年上升，升幅創31年新高，去年增幅較前1年多超過3成<sup>5</sup>。

民間對經濟前景偏向悲觀，但宏觀數據顯示的結果卻截然不同。美國金融研究辦公室(Office of Financial Research, OFR)是根據《多德—弗蘭克法案》設立，旨在協助美國政府透過數據分析，提高政府機構應對金融危機的能力，並成立預警系統及早發現相關系統性風險。當中「金融壓力指數」(FSI)是透過全球33個金融市場的變數，例如收益率利差、估值指標和利率等，每日衡量金融市場壓力水平，指數低於0為壓力偏低，反之亦然。截至今年3月7日，該數值報負1.821，明顯較自2000年起的平均值約正0.160為低，但未低至負1個標準差，即約負4.108的水平。指數結果顯示，今天因流動性引發的系統性風險十分低，雖未屆歷年來令人最安心的水平，但至少反映央行未有迫切性逆轉收緊流動性的做法。

<sup>1</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/03/07/european-central-bank-holds-interest-rates-cuts-inflation-and-growth-forecasts.html>

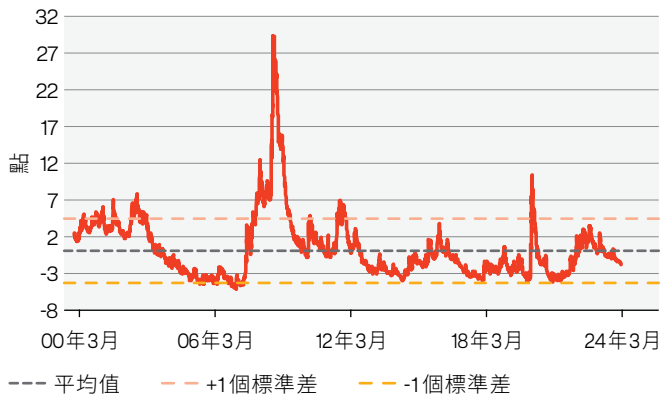
<sup>2</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/uk/bank-englands-bailey-sees-signs-uk-economy-upturn-2024-02-20/>

<sup>3</sup> 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/federal-reserve-interest-rates-cut-outlook-recession-risks-us-economy-2024-2>

<sup>4</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/retail-consumer/german-retail-giant-insolvent-wake-signa-collapse-property-crunch-2024-01-09/>

<sup>5</sup> 見日本時報網站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2024/01/15/business-failures-high/>

### 金融壓力指數



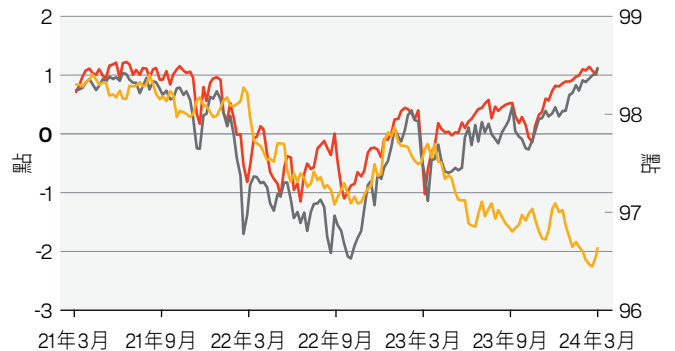
資料來源：美國金融研究辦公室，數據截至2024年3月7日

再觀察衡量各地金融穩定性的「金融狀態指數」，0 (彭博指數) 或100 (高盛指數) 以上代表流動性充裕，反之亦然。截至今年3月13日的過去3年數據顯示，美國及歐元區的金融狀態指數差不多重返2021年疫情時的水平，較2022年低潮時明顯改善。指數反映在極端風險考量上，歐美央行並無放寬流動性的迫切性，反而應有序把資金引流至企業，而非扣押在銀行體系，窒礙資金的增長動力。

不過，日本的金融狀況卻令人擔憂，其金融狀態指數持續3年下跌，反映就算多年來實施量寬及負利率政策，本土流動性問題依舊未有改善。當中主因之一為當地實施的負利率政策，把私人市場資金迫出本土金融體系，龐大的套息交易導致當地企業貸款困難，違背了政策初衷。日央行已取消負利率政策，從本土流動性角度上來看，是具有必要性，但此舉將會衝擊套息交易的受惠者。



### 金融狀態指數 — 美國、歐元區、日本



— 彭博美國金融狀態指數 (左)  
— 彭博歐元區金融狀態指數 (左)  
— 高盛日本金融狀態指數 (右)

資料來源：彭博，數據截至2024年3月13日

### 債券供需雙方正為減息而謀動

雖然減息只聞樓梯響，但各市場參與者已開始為減息作準備。市場氣氛轉趨樂觀下，企業趁機大量舉債。根據美國證券業暨金融市場協會 (SIFMA) 提供截至今年2月的數據顯示<sup>6</sup>，首兩個月美國企業債券發行量達4,547億 (美元，下同)，按年增長31.1%。單計2月有近2,300億，是近1年最高水平，當中投資評級類別佔超過85%。美國企業債市場每日交易量達536億，年增13.6%；未償還債券金額 (截至2023年第4季) 近10.8萬億，年增3.0%。

上述結果與評級機構惠譽的估算不謀而合。根據惠譽在今年2月發表的報告顯示<sup>7</sup>，近5.6萬億的美國投資級別債券中，有7,590億美元 (即14%) 將在今、明兩年到期，今年約有3,320億，而明年則約4,270億。儘管美聯儲利率政策存在不確定性，但料上述大部分企債將會再融資，為今年投資級別債券市場提供大量供應。

<sup>6</sup> 見美國證券業暨金融市場協會網站，<https://www.sifma.org/resources/research/us-corporate-bonds-statistics/>

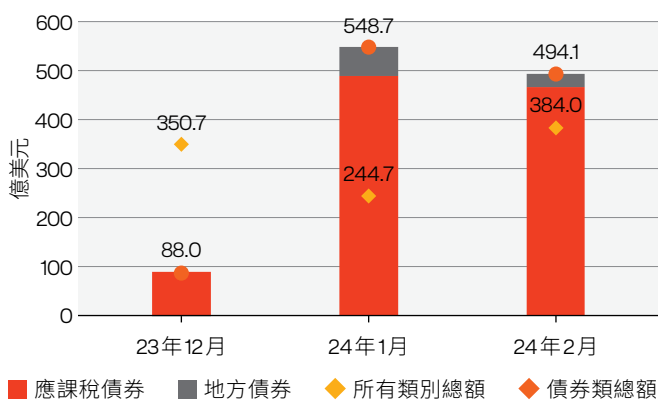
<sup>7</sup> 見惠譽評級網站，<https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/us-investment-grade-bond-market-monitorsemi-annual-update-16-02-2024>

## 債券

### 大量供應亦須強勁需求配合

基金投資者則以回報為風向標。參考美國投資公司協會提供的美國註冊長期基金及交易所買賣基金 (ETF) 的資金流數據，截至今年3月12日，債券類別基金在過去3個月持續錄得淨流入，尤其是1及2月總額，更高過所有基金類別的總和，反映在美股走勢報捷時，長線及被動資金其實已轉場至債券市場。債券類別基金在過去3個月流入總計約1,131億(美元，下同)，較所有類別總和約979億高近16%。在債券基金中，資金絕大部分流入以企業債券為主的應課稅債券類，同期總值佔近92%，最誇張是在2月，應課稅債券基金較地方債券基金的淨流入高出近17倍，反映在減息憧憬下，資金尋找可靠而收益偏高的資產。

### 美國註冊長期基金及ETF按月資金流量



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2024年3月12日

EPFR是專門提供投資基金的資金流動及全球金融機構資產配置的數據供應商。參考EPFR今年2月公布的報告顯示<sup>8</sup>，資金正不斷流入其追蹤的債券基金，連續4周共吸納超過100億美元，當中以美國債券基金吸資最多。全球和歐洲債券基金分別錄得連續16和17周淨流入，亞太債券基金錄得自2023年10月初以來的最大單周資金流入，加拿大債券基金的資金流入量亦創12周新高。新興市場債券基金數據恰好相反，年內第7次錄得淨流出。全球新興市場債券基金亦連續第3次淨流出。

按債券類別統計，高收益債券基金和市政債券基金均連續8周錄得淨流入，可換股債券基金則連續8周流出，折射投資者正在減持股票相關的持倉。另外，值得注意的是，歐洲企業債券基金錄得自2023年第4季以來的最大單周流出。

整體而言，資金正大舉流入債券基金，當中以高評級的成熟國家債市較受追捧。

### 利率預測：不宜過於憧憬

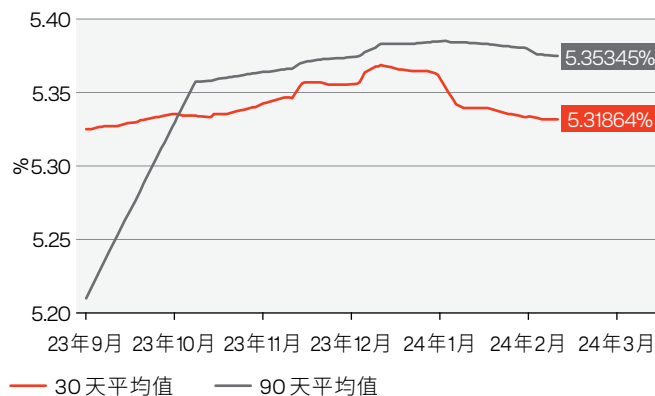
由經濟預測數據推測未來美聯儲利率政策，詳情可參閱《宏觀經濟》章節。以下是以投資市場角度作分析。傳統上減息有利債市，但首次減息時間點、幅度、走勢變化，均影響投資部署，尤其是中長線資金的投資組合配置。

### 首次減息時間點預測：近在咫尺

市場一般透過國內生產總值 (GDP) 或消費物價指數 (CPI) 來預測首次減息的時間，上季已分析歷年出現加息周期轉為減息周期的拐點，大多與經濟下滑有關，而非今天美聯儲委員們高舉的通脹幌子。詳細分析可參閱上季《債券》章節，在此不再贅述。本季嘗試利用財資市場及歷史數據，推敲首次減息的時間點。

財資市場變化是對利率走勢較敏銳的指標。參考過去6個月對利率走勢非常敏感的有抵押隔夜融資利率 (SOFR)，通過30及90天平均值作分析，以減低每日波動的影響，並比較兩者走勢。結果顯示，90天平均值在今年1月29日達峰，報5.36146，其後便見回落，反映財資市場對維持高利率的中線觀點開始有所轉變。30天平均值更早在1月4日報5.34835見頂後急挫，顯示短線資金認為減息已無懸念。上述兩項數據達到峰值於時間上相差約25天，反映資金在近月才對高息環境繼續維持的觀點有所轉變。同時，兩項數據見頂皆出現在美聯儲於今年1月31日議息日之前，反映市場認為今年將會減息的看法早在議息結果之前已有，意味美聯儲委員的言論或美國的經濟數據，其實都沒有影響財資市場對年內啟動減息的預測。

### 美元SOFR利率平均值 — 30及90天



資料來源：彭博，數據截至2024年3月12日

<sup>8</sup> 見EPFR網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/what-price-peace-and-interest-rate-cuts-bond-fund-flows-equity-fund-flows-money-market-fund-flows-esg-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/>

除了眼前利率變化，亦可參考歷年美聯儲利率上操作。剔除2023年數據，過去50年曾出現過11次利率見頂後持續減息超過3次以上的案例，並找出當時利率見頂至及後第1次減息間相差的月數，結果如下：

年份	利率見頂維持月數	年份	利率見頂維持月數
1974	4	1991	3
1980	0	1998	17
1982	0	2001	7
1984	1	2007	14
1985	0	2019	6
1990	2		

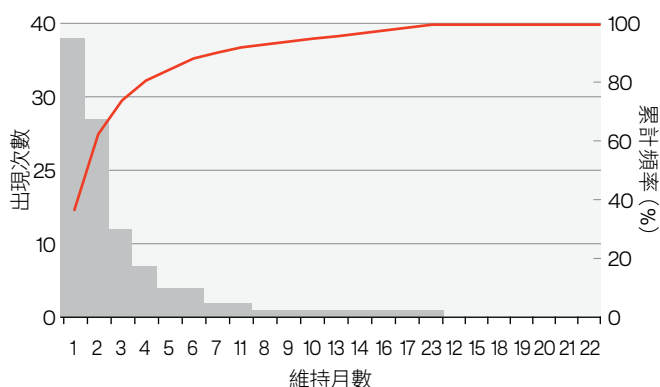
資料來源：彭博，數據截至2024年3月14日

整體平均值為4.6個月，維持超過1年不減息的案例只有1998及2007年，及後市場便出現全球金融危機。截至今年3月13日，利率達峰後不變的情況暫已維持了8個月，並有機會進一步持續。利率不變長達8個月時間，除遠高於平均值外，等待減息的時間是歷年第3長，隱約釋出金融或現危機的訊息。

若純粹統計利率不變的月數，再以累計頻率表達。發現過去50年間，利率不變的總月數為105個月，平均值為4.16個月。利率不變大多只維持1及2個月，各出現次數分別是38及27次，佔總數約62%。其餘月數出現頻率明顯減少，利率持續8個月或以上不變的情況普遍只出現過1次，當中維持不變的最長月數出現在2009年，達83個月，次席是2020年時錄得23個月。撇除極端數值影響，較有參考性應是累計中位數，約為1.4個月。

不論以利率周期、維持不變之平均月數或累計中位數來看，今天利率維持8個月不變的做法實屬少見，故短期內出現第1次減息實在不足為奇。

利率維持不變之月數及其出現頻率\*



資料來源：彭博，數據截至2024年3月12日

\* 撇除2009年的極端數值

### 幅度預測：點陣圖的悖論

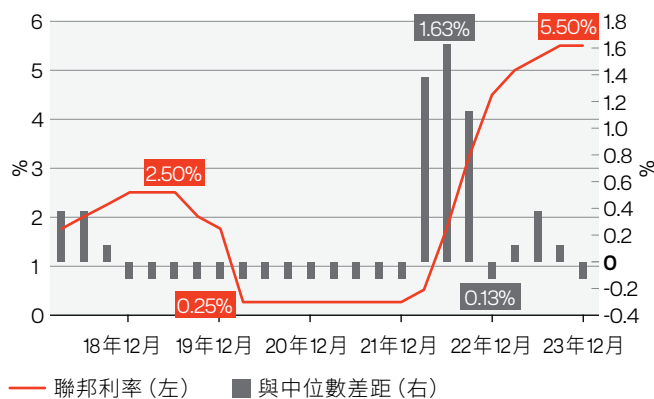
利率點陣圖是根據美聯儲全部委員對年度目標利率所作出的投票，並以中位數表達委員們對該年利率的預期。今年3月最新的點陣圖顯示，今年利率中位數是4.625%，較截至3月22日聯邦利率上限5.5%，相差0.875%，暗示今年美聯儲將開始減息。如以25點子為1次計算，市場普遍預期年內將減息3次，共75點子。

可是，點陣圖預示的利率水平經常與最終年內利率變化有明顯落差。不單加大了市場的投資風險，亦令私人市場中商業、置業及消費等參與者無所適從。

究竟點陣圖預示的利率有多不準確？抽出由本屆美聯儲主席鮑威爾自2018年就任至2023年第4季期間，每季點陣圖的中位數與當時聯邦利率比較。結果顯示，全數24個季度都出現差距，反映中位數沒有1次準確反映實際利率水平。平均值及標準差分別為0.16及0.51%，兩者相差近3倍，反映波動偏高。從走勢觀察，加息時中位數與實際利率差距較大，最高見1.63%。反而減息或息口不變時，差距大部分報負0.13至0.15%，預示當減息時，真正減幅會較中位數預示的大一點。按此推算，由於今年3月最新的點陣圖維持不變，即年內減息可能在75至100點子之間。

## 債券

聯邦利率及點陣圖中位數與實質利率差距

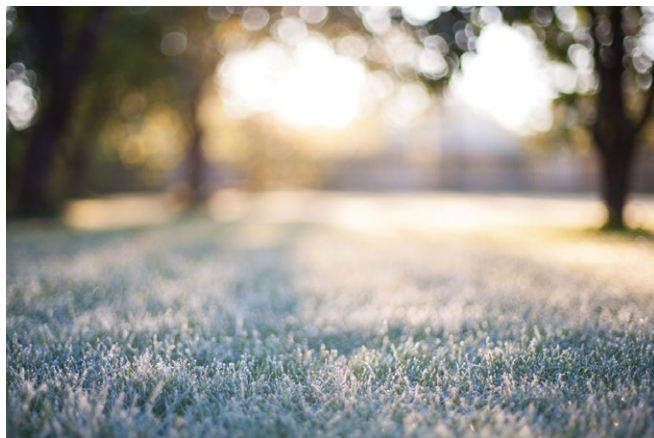


資料來源：彭博，數據截至2024年3月14日

### 走勢預測：顛簸的跌勢

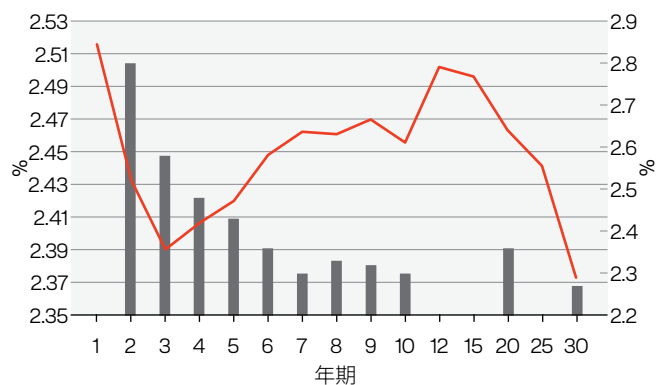
上文利用短息變化預測首次減息的時間點，其實中長期利率變化也可用作預示受通脹影響下利率的後續走勢。截至今年3月14日，參考反映偏向中線資金觀點的美元通脹掉期利率走勢，顯示市場預期未來3年內通脹將由約2.52%逐步下降至2.39%，雖然下跌13點子的預測幅度不算進取，但反映出財資市場已開始為利率下降至少25點子作準備。此外，3至15年期利率反覆向上，15年期之後又再次下跌，走勢反映未來通脹不會長期徘徊在低位，就算未至於回彈至早前的高水平，但市場偏向相信通脹會呈起伏不定的走勢，且不會回落至美聯儲的2%通脹目標。

再參考同期偏重於長期資金觀點的通脹平衡利率的不同年期之變化，並以1個月平均值來減低每天波動的影響。通脹平衡利率走勢初期同樣預期通脹將會下跌，由2.8%下降至2.3%，之後同樣呈反覆走勢，並會徘徊在2.27至2.36%之間。反映長期資金相信通脹在可見將來會降溫，但跌幅只有約50點子，也不會達到美聯儲的目標水平。



當然利率變化可以朝夕逆轉，但至少在今年3月底美聯儲議息及修正點陣圖之前，財資市場仍然相信減息將至，但不一定會持續大手減息，與現時市場主流的推測有所不同。

通脹掉期利率及通脹平衡利率 (1個月平均值)



資料來源：彭博，數據截至2024年3月14日

除了通過財資市場分析，基本經濟數據互動都不可或缺。上季分析減息後的利率走勢多受經濟情況影響，畢竟維持GDP及CPI在可控水平是美聯儲的首要職責。

截至今年3月12日，參考彭博對今年4個季度的美國實質GDP增長預測，分別是2.9、2.6、1.7及1.3%，全年高低相差約1.6個百分點。雖然經濟不至於衰退，但暗示「軟著陸」將至。核心個人消費開支 (Core PCE) 同期預測分別是升2.6、2.3、2.3及2.3%，反映通脹年內將有序下降，但未達美聯儲2%的目標。以今天美國聯邦利率上限5.5%推算，實質利率 (名義利率減去通脹) 徘徊在2.9至3.2%。歷史上實質利率須與實質經濟匹配，過高或過低都不利長期經濟增長。簡單而言，如果美國經濟並非「硬著陸」，美聯儲便沒有條件大幅減息。除非出現突發事件，否則美聯儲也只能酌量減息。

歷年最接近的情境應是1995至2000年間，當時核心PCE由2.4降至1.0%，而實質GDP在兩年間先由3.9跌至2.1%後，再反彈至4.2%。當時利率有減亦有加，高低波動只有50點子。直到1998年出現亞洲金融風暴，美國利率急挫70點子並維持不足1年，之後配合美國經濟穩步上升及核心PCE反彈，利率才持續攀升。

美國聯邦利率、核心PCE及實質GDP — 1995至2000年



資料來源：彭博，數據截至2024年3月12日

綜合而言，美聯儲好大可能在未來數月內啟動減息，但幅度並非市場預期般進取。從歷史到財資市場預測，利率走勢多受經濟反覆影響而呈現起伏波動，當中不排除會出現輕微加息，但並非逆轉減息趨勢。除非有突發的不可抗力事件，否則通脹將有序下跌，但預期不會回落到美聯儲2%的目標水平。

### 投資策略：投資級別企債為先

分析完利率走勢後，接下來便是各項收益率預測，包括預測波動區間、走勢及債券組合中加權存續期及評級的對應。以下將會逐一分析。

#### 收益率波動區間預測：較上季輕微下調

上季以不同角度預測美國10年期國債收益率將在3.76至4.46%間波動。截至今年3月14日，季內高低波幅分別在3.88至4.32%，與預測區間的上下方差距只有0.12及0.14個百分點，預測大致準確。本季沿用相同分析框架，但會作出微調（詳細分析可參閱上季《債券》章節）。

首先是實際利率。以聯邦利率及美國10年期國債收益率，分別減去美聯儲作為通脹指標的核心PCE，得出兩者實質利率。現時聯邦利率上限為5.5%，減去點陣圖預示年內將減息75點子，再減去彭博預測未來3季的核心PCE為2.3%，結果顯示實質聯邦利率應是2.45%。根據過去30年數據，實質聯邦利率和實質美國10年期國債收益率的差距平均值為1.24%，按此推算，實質美國10年期國債收益率應為1.21%，再加上預測PCE便是名義利率，結果應為3.51%。與美國10年期國債名義收益率在今年3月14日報4.24%比較，暗示年內10年期國債收益率將下調約73點子，與上文預期利率降幅相若。

過去30年，實質聯邦利率和實質美國2年期國債收益率的差距平均值為負0.26%，故2年期名義收益率應是5.01%，相較今年3月14日時，2年期名義收益率報4.66%，暗示年內2年期國債收益率將下調約35點子，降幅較10年期為低，意味收益率曲線倒掛情況不會短期內解決。

另外，引用上季分析，過去50年各利率周期中，在首次減息前，美國10及2年期國債收益率普遍提前下跌，降幅較聯邦利率最終減息幅度多約43及52%。如剔除1976年極端數據，兩者比例大約47及51%。參考上文分析，年內預期減息約75點子，10及2年期收益率在今年3月14日分別報4.24及4.66%，以此推算，10及2年期收益率應報3.92及4.27%，如剔除1976年數據，兩者應報3.89及4.28%。

其次，同樣引用上季分析，不論最終減息結果，歷年美國10及2年期國債收益率在首次減息前平均跌幅為1.20及2.10%，以10及2年期收益率在今年3月14日分別報4.24及4.66%推算，兩項收益率的合理值為3.04及2.56%。剔除1976年極端情況後，平均跌幅為1.00及1.40%，10及2年期合理收益率則分別為3.24及3.26%。

最後是透過多項式線性迴歸模型預測兩項收益率的理論水平。數據截至今年3月14日，以過去50年按季數據為基礎，考量風險因子及利用聯邦利率、按年CPI及按年GDP為自變數(Independent Variable)，並以美國10年期國債收益率為應變數(Dependent Variable)，最後透過3項維度矩陣得出綜合預測。各維度包括：

- 以聯邦利率報5.5%為起點，以每25點子幅度下降至3.75%；
- 以按年CPI報3.0%為起點，以每25點子幅度下降至1.5%；
- 以按年GDP報2.5%為起點，以每50點子幅度下降至1.0%。

## 債券

美國 10 年期國債收益率預測矩陣

		按年 CPI (%)							按年 CPI (%)								
		GDP=2.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=2.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
聯邦利率 (%)	5.50	4.90	4.92	4.94	4.95	4.97	4.99	5.01	5.50	4.87	4.89	4.91	4.92	4.94	4.96	4.98	
	5.25	4.75	4.77	4.79	4.80	4.82	4.84	4.86	5.25	4.72	4.74	4.76	4.77	4.79	4.81	4.83	
	5.00	4.60	4.62	4.64	4.65	4.67	4.69	4.71	5.00	4.57	4.59	4.61	4.62	4.64	4.66	4.68	
	4.75	4.45	4.47	4.49	4.50	4.52	4.54	4.56	4.75	4.42	4.44	4.46	4.47	4.49	4.51	4.53	
	4.50	4.30	4.32	4.33	4.35	4.37	4.39	4.41	4.50	4.27	4.29	4.31	4.32	4.34	4.36	4.38	
	4.25	4.15	4.17	4.18	4.20	4.22	4.24	4.25	4.25	4.12	4.14	4.16	4.17	4.19	4.21	4.23	
	4.00	4.00	4.02	4.03	4.05	4.07	4.09	4.10	4.00	3.97	3.99	4.00	4.02	4.04	4.06	4.08	
	3.75	3.85	3.87	3.88	3.90	3.92	3.94	3.95	3.75	3.82	3.84	3.85	3.87	3.89	3.91	3.92	
		GDP=1.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=1.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
聯邦利率 (%)	5.50	4.84	4.86	4.88	4.90	4.91	4.93	4.95	5.50	4.81	4.83	4.85	4.87	4.88	4.90	4.92	
	5.25	4.69	4.71	4.73	4.75	4.76	4.78	4.80	5.25	4.66	4.68	4.70	4.72	4.73	4.75	4.77	
	5.00	4.54	4.56	4.58	4.59	4.61	4.63	4.65	5.00	4.51	4.53	4.55	4.57	4.58	4.60	4.62	
	4.75	4.39	4.41	4.43	4.44	4.46	4.48	4.50	4.75	4.36	4.38	4.40	4.42	4.43	4.45	4.47	
	4.50	4.24	4.26	4.28	4.29	4.31	4.33	4.35	4.50	4.21	4.23	4.25	4.26	4.28	4.30	4.32	
	4.25	4.09	4.11	4.13	4.14	4.16	4.18	4.20	4.25	4.06	4.08	4.10	4.11	4.13	4.15	4.17	
	4.00	3.94	3.96	3.98	3.99	4.01	4.03	4.05	4.00	3.91	3.93	3.95	3.96	3.98	4.00	4.02	
	3.75	3.79	3.81	3.83	3.84	3.86	3.88	3.90	3.75	3.76	3.78	3.80	3.81	3.83	3.85	3.87	

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 14 日

美國 2 年期國債收益率預測矩陣

		按年 CPI (%)							按年 CPI (%)								
		GDP=2.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=2.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
聯邦利率 (%)	5.50	4.33	4.34	4.36	4.37	4.39	4.40	4.42	5.50	4.29	4.31	4.32	4.34	4.35	4.37	4.38	
	5.25	4.15	4.16	4.18	4.19	4.21	4.22	4.24	5.25	4.11	4.13	4.14	4.16	4.17	4.19	4.20	
	5.00	3.97	3.98	4.00	4.01	4.03	4.04	4.06	5.00	3.93	3.95	3.96	3.98	3.99	4.01	4.02	
	4.75	3.79	3.80	3.82	3.83	3.85	3.87	3.88	4.75	3.76	3.77	3.79	3.80	3.82	3.83	3.85	
	4.50	3.61	3.63	3.64	3.66	3.67	3.69	3.70	4.50	3.58	3.59	3.61	3.62	3.64	3.65	3.67	
	4.25	3.43	3.45	3.46	3.48	3.49	3.51	3.52	4.25	3.40	3.41	3.43	3.44	3.46	3.47	3.49	
	4.00	3.25	3.27	3.28	3.30	3.31	3.33	3.34	4.00	3.22	3.23	3.25	3.26	3.28	3.29	3.31	
	3.75	3.07	3.09	3.10	3.12	3.13	3.15	3.16	3.75	3.04	3.05	3.07	3.08	3.10	3.11	3.13	
		GDP=1.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=1.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
聯邦利率 (%)	5.50	4.26	4.27	4.29	4.30	4.32	4.33	4.35	5.50	4.22	4.24	4.25	4.27	4.28	4.30	4.31	
	5.25	4.08	4.09	4.11	4.12	4.14	4.15	4.17	5.25	4.04	4.06	4.08	4.09	4.11	4.12	4.14	
	5.00	3.90	3.92	3.93	3.95	3.96	3.98	3.99	5.00	3.87	3.88	3.90	3.91	3.93	3.94	3.96	
	4.75	3.72	3.74	3.75	3.77	3.78	3.80	3.81	4.75	3.69	3.70	3.72	3.73	3.75	3.76	3.78	
	4.50	3.54	3.56	3.57	3.59	3.60	3.62	3.63	4.50	3.51	3.52	3.54	3.55	3.57	3.58	3.60	
	4.25	3.36	3.38	3.39	3.41	3.42	3.44	3.45	4.25	3.33	3.34	3.36	3.37	3.39	3.40	3.42	
	4.00	3.18	3.20	3.21	3.23	3.24	3.26	3.27	4.00	3.15	3.16	3.18	3.19	3.21	3.22	3.24	
	3.75	3.00	3.02	3.03	3.05	3.06	3.08	3.09	3.75	2.97	2.99	3.00	3.02	3.03	3.05	3.06	

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 14 日

以上矩陣的信賴區間 (Confidence Interval) 為 95%，判定係數 (R<sup>2</sup>) 結果分別高達 83 及 94%，反映除非 3 項經濟數據在未來超出了分析範圍，否則分析結果可信度高。再在矩陣中找出平均值及標準差，最後得出美國 10 及 2 年期國債收益率各項綜合結果如下：

GDP (%)	矩陣 (10 年期)		矩陣 (2 年期)	
	平均值	標準差	平均值	標準差
2.5	4.43	0.35	3.75	0.42
2.0	4.37	0.35	3.68	0.42
1.5	4.40	0.35	3.71	0.42
1.0	4.34	0.35	3.64	0.42
<b>平均值</b>	<b>4.38</b>	<b>0.35</b>	<b>3.69</b>	<b>0.42</b>

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 14 日

綜合上述所有分析結果，列出各條件的推算，並總結出收益率最終預測值，結果如下：

分析指標	美國國債收益率 (%)	
	10 年期	2 年期
實質利率	3.51	5.01
與全期減息幅度佔比 (全數)	3.92	4.27
與全期減息幅度佔比 (剔除 1976 年案例)	3.89	4.28
利率見頂至第 1 次減息前幅度 (全數)	3.04	2.56
利率見頂至第 1 次減息前幅度 (剔除 1976 年案例)	3.24	3.26
迴歸分析結果 (平均值)	4.38	3.69
<b>總平均值</b>	<b>3.66</b>	<b>3.85</b>

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 14 日

除非經濟數據最終超出分析的設定範圍，否則美國 10 及 2 年期國債收益率的合理水平應是約 3.66 及 3.85%。另外以正負 1 個標準差為限，10 年期國債收益率浮動區間應在 3.31 至 4.01% 之間，而 2 年期則為 3.43 至 4.27%。

不論平均值或浮動區間，整體結果都較上季輕微下降。如果未來經濟大幅波動，或美聯儲進一步闡述減息的路線圖，以上數據才須作出修正。

### 收益率走勢預測：早起鳥兒有蟲吃

減息有利債市是投資市場的基本認知，超前部署往往是投資回報多寡的關鍵。引述上文持續減息 3 次的案例，並以美國 2 及 10 年期國債收益率在首 3 次減息後的各次變化作分析。首先觀察 2 年期數據，收益率整體下跌佔比近 77%，佐證減息普遍有利債市的理論。各次分布上，首兩次機率相同報 80%，第 3 次為 70%，愈早投入得到正回報機率愈高，反映早著先機的重要性。從年份分布上來看，1998 年之前整體下跌佔比近 94%，相反 1998 年或以後只有 50%，反映近代減息不一定有利債市。而且收益率變化上亦明顯低過 1998 年之前，當中可能與長期低利率及金融產品多樣化削弱債券的吸引力有關。

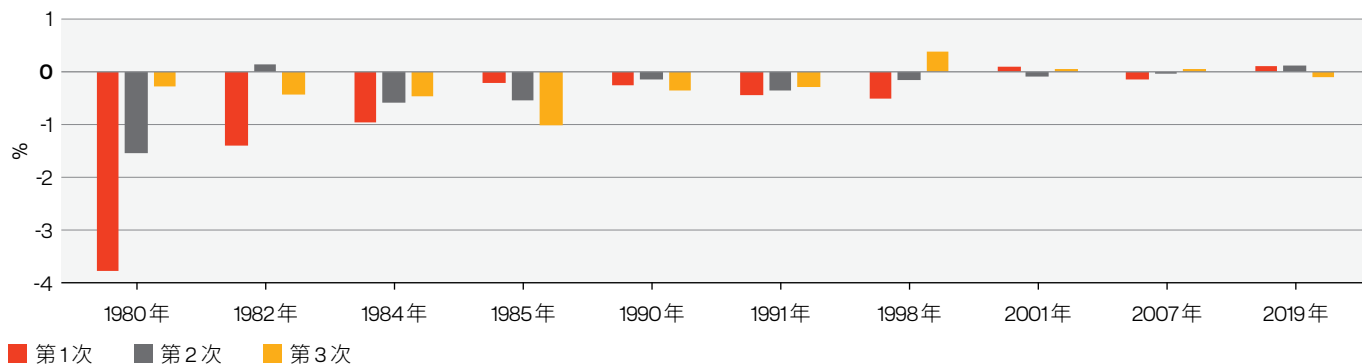
同樣分析套用在 10 年期收益率數據，收益率整體下跌佔比只有 61%，反映首 3 次減息未必對長債有利。各次分布上，首次機率報 73%，第 2 及 3 次同報 55%，反映愈早投入得到正回報機率愈高。年份分布上同樣是以 1998 年為分水嶺，在這之前整體下跌佔比近 86%，但其後結果只有 17%，分野之大警示投資者的是近代減息初期未必對長債有利。而且傳統操作上減息時應延長債券組合的存續期，但注意在減息初期不應太過進取，否則結果可能適得其反。





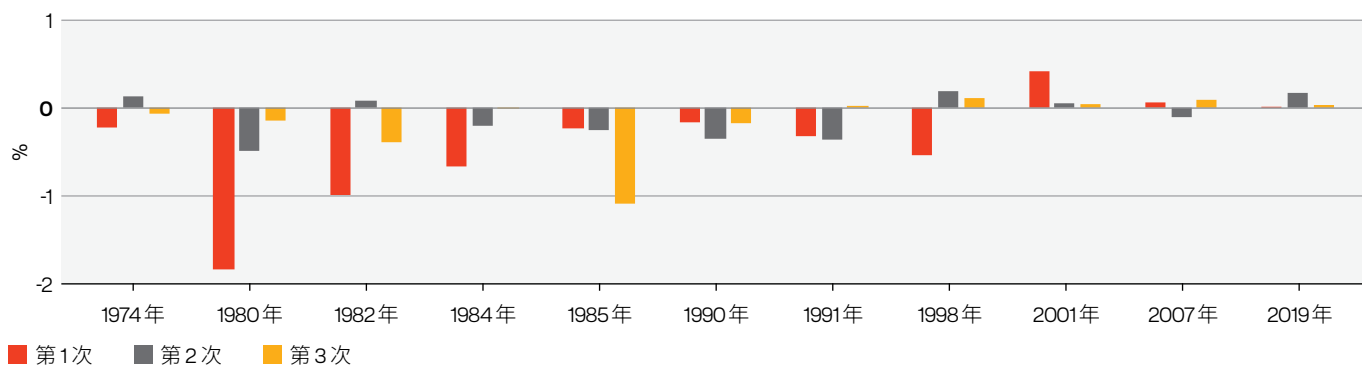
## 債券

利率見頂後減息第1至3次期間美債2年期收益率各次變化



資料來源：彭博，數據截至2024年3月14日

利率見頂後減息第1至3次期間美債10年期收益率各次變化

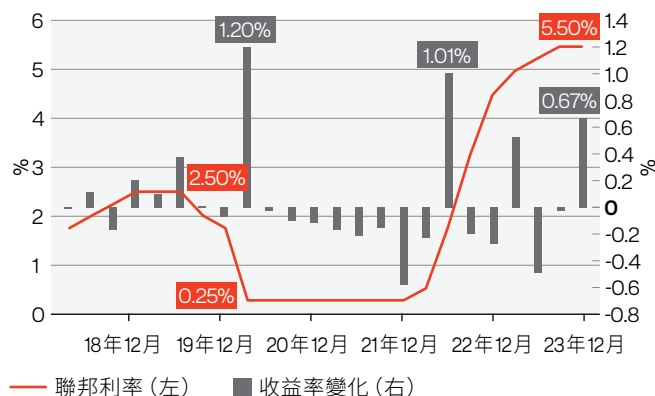


資料來源：彭博，數據截至2024年3月14日

另外，上文分析了本屆美聯儲主席鮑威爾自2018年執掌後，實際利率與點陣圖中位數出現明顯落差。本屆委員慣性的口不對心會否擾亂投資者部署？參考由2018至2023年間數據，找出聯邦利率與中位數的差距代表利率預測的風險，再減去美國2年期國債收益率按季變化。0值反映市場完全受美聯儲委員們主導，負值即市場情緒及反應明顯受利率落差影響，反之亦然。

結果顯示整體負值比例高見63%，反映美聯儲正主導投資者情緒。可能因鮑威爾任內每次在會後聲明中發揮其高超的修辭技巧，及各委員其後多次及重複公開地釋出互相矛盾的言論，令投資者無所適從。就算如何挑戰固有認知，甚至美聯儲「打倒昨日的我」，最後投資者只好跟隨美聯儲的指揮棒起舞，亦突顯了美聯儲非常成功地對市場作好預期管理。數據也顯示每當利率出現實際變化時，市場受影響程度趨升，尤其2020及2022年當利率急升急降時，投資者反應激烈。近月市場再度憧憬美聯儲啟動第1次減息，超過半年等待減息所累積的爆發力，令投資者對每項消息都非常敏感，暗示愈臨近利率拐點，市場波動愈趨升。結果亦吻合上文分析，短期內投資者應更注意風險管理。

聯邦利率及美國2年期國債收益率相對變化



資料來源：彭博，數據截至2024年3月14日

## 存續期部署：槓鈴式年期分布較可取

利率預期將以小幅度下降，而長短年期的收益率變化在數據上差異頗大。債券組合的存續期應如何部署，以便為即將來臨的減息做好準備？

抽出過去30年利率變化數據，配合彭博美國累計債券指數中不同年期債券組合的表現，分拆為1至3年期、3至5年期、5至7年期、7至10年期及10年期以上共5種債券年期。因預期未來只會酌量減息，市場普遍料減3次共75點子。因此，收窄分析範圍至首3次減息為標準，再計算各債券指數在首次減息後3及6個月，和當次停止減息後6個月的表現。表列結果如下：

首次減息後3個月		彭博美國累計總回報指數表現(%)				
年份	減息幅度(%)	1至3年期	3至5年期	5至7年期	7至10年期	10年期以上
1998	-0.75	0.8	0.5	0.2	0.0	-0.2
2001	-4.75	1.9	1.6	1.4	0.9	-1.0
2007	-3.25	2.1	2.8	3.0	3.4	3.8
2019	-0.75	1.1	1.5	1.7	3.0	5.7
2020	-1.50	0.9	1.8	3.7	5.7	6.2
首次減息後6個月		彭博美國累計總回報指數表現(%)				
年份	減息幅度(%)	1至3年期	3至5年期	5至7年期	7至10年期	10年期以上
1998	-0.75	1.6	1.2	0.2	-0.8	-3.6
2001	-4.75	4.2	4.5	4.3	4.2	3.9
2007	-3.25	4.6	5.2	5.5	5.4	4.6
2019	-0.75	1.9	2.8	3.1	5.4	10.1
2020	-1.50	1.0	2.1	4.5	7.1	7.5
停止減息後6個月		彭博美國累計總回報指數表現(%)				
年份	減息幅度(%)	1至3年期	3至5年期	5至7年期	7至10年期	10年期以上
1998	-0.75	1.5	0.8	0.1	-1.2	-4.9
2001	-4.75	2.6	3.9	4.2	4.5	3.1
2007	-3.25	0.2	-1.9	-3.3	-4.9	-10.1
2019	-0.75	2.6	4.0	4.7	4.6	9.8
2020	-1.50	1.0	2.1	4.5	7.1	7.5

資料來源：彭博，數據截至2024年3月15日

## 債券

首先，當次最終減息的幅度對5種年期的債券指數表現在時間性上沒有明顯分別，即就算今次預測利率變化的時間有欠準確，對日後存續期的安排沒有太大影響。

其次，3項減息後共5種年期分類的債券指數表現中，不論計算減息後時間，最大或最小回報值都集中在10年期以上，反映愈長年期對利率敏感度愈高的傳統智慧。以當時減幅觀察，減幅愈小回報愈高，但減幅愈大對回報影響並不明顯。不對稱表現反映投資者對大幅度減息存在經濟上的隱憂，投資決定偏向保守。而未來預測減息輕微，即有利長債的表現。

最後，在過去30年5次減息年份當中，把每個年份的5種年期分類的債券指數表現依高低排序，並計算出獲得首席的次數。結果如下：

時區	表現列為首席次數				
	1至3年期	3至5年期	5至7年期	7至10年期	10年期以上
首次減息後3個月	2	0	0	0	3
首次減息後6個月	1	1	1	0	2
停止減息後6個月	2	0	0	1	2
<b>總次數</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>7</b>

資料來源：彭博，數據截至2024年3月15日

結果非常明顯，不論減息或停止減息後短期內最佳表現者為10年期以上債券，但1至3年期指數表現也絕不輸蝕，而3至10年期表現明顯落後。上述分析確立了減息初期，債券組合的存續期愈長，對組合回報愈有利。不過，在實際部署時，應透過槓鈴型態投資方式，通過買入較多1至3年期和10年期以上的債券，令最終加權存續期朝向中間年期。這點亦回應上文2和10年期債券表現在減息前大幅波動的原因。

### 債券種類：利差收窄有利企業債券

2023年第2至4季預測美國國債收益率曲線將出現「熊式走峭」形態，10減去2年期之利差負值，即所謂曲線倒掛形勢預計將逐步減少。2023年7月當美國利率見頂後，此利差便由最大約負108點子反覆朝向正值，雖然曾低見負20點子水平後又再次擴大，但截至今年3月15日，該利差仍只徘徊在40點子水平。表現與去年整體預測相若。

未來當第1次減息出現時，預期利差將會有序減少直到消失，完成最後階段的曲線正常化。參考上述同樣數據，而時段上集中在第1次減息後3及6個月，彭博美國國債累計及企業債券累計表現。首先關注利差走勢，結果如下：

年份	減息幅度 (%)	美國國債10減去2年期之收益率差距 (點子)		
		首次減息後3個月	首次減息後6個月	首3至6個月差距
1998	-0.75	-17.7	-3.3	14.4
2001	-4.75	55.2	68.2	13.0
2007	-3.25	39.0	123.6	84.7
2019	-0.75	2.3	4.7	2.5
2020	-1.50	8.4	13.3	4.9

資料來源：彭博，數據截至2024年3月15日

利差上除了1998年數據，其他年份皆出現持續上升，支持今年減息後負利差將有序收窄的預測。數據上減息幅度愈大，利差升勢愈大。反觀本次預測減息幅度輕微，利差升勢亦較溫和。最重要是減息3至6個月後5個年份全數上升，反映減息初期利差還有點起伏，但3個月後便明顯走高，暗示本次倒掛在減息後約6個月才消失的機會偏高，即完成正常化需時。

另外，我們在2023年時的分析多建議債券組合中超配國債。由於曲線產生的利差及震盪將溢出利率風險，再蔓延至債券市場。不穩性提升推高企債的信貸息差，再隨評級高低不同受到不同程度的負面影響，資金避險時會湧入國債，所以當時建議提升國債比重是上策。

但今天曲線正常化將步入最後階段，企業債券表現將會冒起，當中投資評級表現將較高息類別優勝。同樣根據上述利差收窄的分析及歷史時段，以彭博美國國債累計及美國企債累計指數作代表，比較美國國債與企債在各年份中表現，分析結果如下：

年份	減息幅度 (%)	首次減息後 3 個月表現 (%)		首次減息後 6 個月表現 (%)		首 3 至 6 個月差距 (%)	
		國債	企債	國債	企債	國債	企債
1998	-0.75	-0.1	0.6	-1.8	-0.1	-2.1	-1.5
2001	-4.75	0.3	1.1	3.6	5.3	3.6	2.3
2007	-3.25	4.0	2.0	8.6	1.8	1.8	-15.1
2019	-0.75	2.6	3.1	4.2	6.1	8.0	2.0
2020	-1.50	0.5	9.0	0.6	10.7	0.6	10.7

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 15 日

過去 30 年共 5 次當利率拐點出現時，有 4 次不論在減息後首 3 及 6 個月後或是 3 至 6 個月之間，企債表現都是佔優。只有 2007 年時是國債佔優，當中料與促使當時減息的原因有關。細心觀察以上 5 次拐點都是在全球經濟面對巨大震動之後出現：1998 年的亞洲金融風暴、2001 年的科網泡沫、2007 年的金融海嘯、2019 年的美聯儲持續加息及 2020 年全球疫情。根據上述美國金融狀態及《宏觀經濟》中有關美國經濟的分析，排除了美國將出現如 2007 年的金融海嘯，故不論未來什麼原因迫使美聯儲減息，利差收窄來臨前投資者應加大債券組合中企債比重。

最後，依據穆迪評級界定投資級別中各評級與高息綜合指數比較，並以 1 作為表現優勝標誌。分析結果如下：

年份	減息幅度 (%)	首次減息後 3 個月各評級表現 (%)				首次減息後 6 個月各評級表 (%)				首 3 至 6 個月差距表現 (%)			
		Aaa	Aa	A	Baa	Aaa	Aa	A	Baa	Aaa	Aa	A	Baa
1998	-0.75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2001	-4.75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2007	-3.25	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2019	-0.75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2020	-1.50	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 3 月 15 日

投資級別債券中，表現大部分都較高息綜合指數優勝 (比例約 62%)，但非百分百跑贏，尤其在 1998 及 2020 年時差不多全軍覆沒。反觀優勢出現的年期，利率拐點全數與美國市場有關，包括 2001 年的科網泡沫、2007 年的金融海嘯及 2019 年美聯儲加息。未來的風險因素主要是 AI 狂熱及近兩年不斷加息的後果，歸納而言，投資者應在第 1 次減息來臨前加大投資級別企業債券比重。

**本章總結：**

- 雖然沒有減息迫切性，但債券供需雙方早已各自謀動
- 無疑減息即將啟動，但料幅度偏少及以顛簸走勢為主
- 預測美國 10 年期國債收益率浮動區間應在 3.31 至 4.01% 之間
- 應有序上調債券組合中的存續期，並提早增加投資級別企債比重

## 債券

東亞聯豐投資團隊

## 亞洲高收益債券具投資吸引力，尤其看好印度和印尼

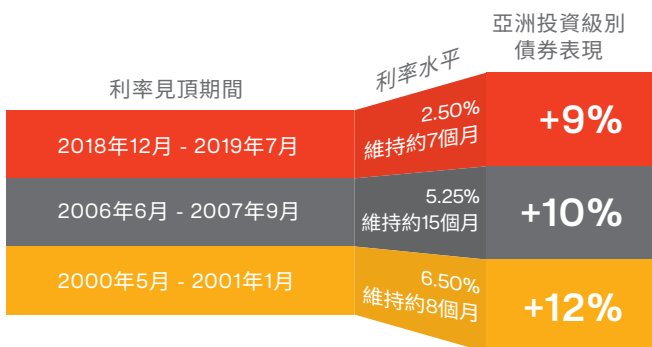
投資者需要保持投資，靈活調配，以便享受息口變化帶來的機遇

亞洲投資級別和高收益債券基本面穩健，收益率也吸引。尤其當亞洲區通脹可控，亞洲企業融資成本低，高收益債券違約風險較低，將為該板塊帶來支持。從多元資產配置角度來看，東亞聯豐投資團隊相信，亞洲高收益債券今年會有好表現，並且為投資級別債券提供互補作用。同時，團隊目前看淡現金。

### 亞洲投資級別債券息率高，看好中國、南韓和印尼

亞洲投資級別債券的有效收益率為5.2%，美國投資級別債券則只有4.5%。而亞洲投資級別債券的存續期只是5.1年，相比美國的6.5年較短。在亞洲區內，中國、南韓、印尼的投資級別債券有不少投資機會，收益率吸引，基本面也穩健。

### 利率見頂橫行期間，亞洲投資級別債券已開始上漲



資料來源：彭博。利率見頂期間數據分別由2000年5月16日至2001年1月2日；由2006年6月29日至2007年9月17日；由2018年12月19日至2019年7月30日。亞洲投資級別債券代表指數為ICE美銀亞洲貨幣投資級別企業指數，表現並不反映東亞聯豐亞太區多元收益基金表現

因應監管風險降和估值相對低，東亞聯豐投資團隊看好中國科技、媒體和電訊（TMT）的投資級別債券。當中信貸評級A級和BBB級兩者之間息差吸引，亦有收窄空間。高息和高啤打的國有企業信貸狀況有所改善，重拾投資價值。其中，30年長債的供應更是有限，市場需求殷切，因此特別受到我們的青睞。以美元計價的中國投資級別債券供應少，收益率較在岸債券高，故以美元計價的債券特別受到亞洲和中國投資者追捧。我們相信此趨勢會持續，對中國投資級別的債券市場起支持作用。

東亞聯豐投資團隊繼續偏好南韓的投資級別債券，尤其看好金融業。當地的證券、保險次級債和銀行的額外一級資本債（AT1），因為估值吸引，令其價值高於同類評級的債券。同時，南韓證券公司行業監管良好，亦獲得政府支持，包括承諾注入流動性等，令團隊看好南韓證券公司債券。總體來說，南韓的金融業具良好流動性管理和國內融資渠道，主要證券企業的資產和就業規模大，業務相當穩健。

印尼的半主權債券，包括受政府支持的電力和商品等企業，是另一個具吸引力的投資級別債市。印尼宏觀經濟條件良好，2023年經濟增長為5.05%，加上通脹可控和利率前景穩步向好。同時，當地人口結構健康，經濟具結構性增長潛力，企業估值潛力樂觀。印尼半主權債券的技術因素亦同樣正面。相對於主權債券，半主權債券的息差有收窄空間，具長期投資機會。東亞聯豐投資團隊目前偏好印尼半主權債券多於主權債。由於供應量不多，30年超長期債券尤具投資價值。

## 亞洲高收益債券質素良好，尤其看好印度和印尼

亞洲高收益債券收益高兼存續期短。同時，由於亞洲區通脹相對歐美低，國內借貸成本低，企業能夠於境內進行融資以償還境外美元債券，違約風險不高。反觀美國，發行高收益債券的企業正面對息口高企令融資成本昂貴的困局，違約風險因而相對提高。因此，東亞聯豐投資團隊認為美國高收益債券吸引力不及亞洲，當中特別看好印度和印尼的高收益債券。

印度高收益債券的投資機會分布在不同板塊，包括機場、鋼鐵和再生能源等。印度兩大機場在載客量增長支持，加上資本支出周期已完成，負債比率預計開始出現改善。機場營運商自今年4月起與政府的收入拆賬比例將會降低，有助帶動業績增長。同時，團隊繼續看好印度可再生能源的高收益債券。由於當地再生能源企業容易獲得境內融資，加上得到政府大力支持，行業得以保持韌性。至於印尼，當地很多企業能夠利用境內資金和手頭現金提前償還美元債券，能更有效進行債務管理。當中，印尼高收益房地產債券尤被團隊看好，因他們受惠融資渠道充裕、估值吸引和政府的利好措施。為刺激國內經濟，直至今年6月印尼政府全面免除樓價低於20億印尼盾須繳交的11%增值稅。在限期過後，仍會實施50%的增值稅減免。

至於中國房地產高收益債券方面，雖然今年2月中國內地樓市依然疲弱，但已有民營地產商成功出售資產或透過抵押商業投資項目向銀行進行貸款融資，相關的趨勢正面。因此，東亞聯豐投資團隊將會物色投資機會，對短期違約風險低的民營發展商作戰略性部署。除此之外，受益於國內強勁的旅遊需求和新融資渠道，我們增加配置旅遊相關的高收益債券，同時增加配置具良好再融資能力和資產出售情況理想的物流債券。

## 總結

亞洲多國早已結束加息周期。相對美國，亞洲企業融資成本低，加上基本因素穩健，其債券的收益率吸引，因此我們相信今年亞洲高收益債券會有好表現，並且為投資級別債券提供互補作用。投資者需要保持投資，靈活調配，以便享受息口變化帶來的機遇。

### 本章總結：

- 亞洲高收益債券較美國高收益債券吸引
- 中國經濟處於結構性調整期，可留意科技、媒體及電訊類投資級別債券



# 東亞資產導航

東亞銀行 | 東亞睿智 | 2024年第二季



## 投資主題

### 環球經濟、各地戰事和多國的選舉或會引發出市場較大波動性，風險管理尤其重要

- 全球大多數主要經濟體的經濟增長都徘徊在0%的盛衰邊緣，顯示經濟較上季進一步走弱。
- 全球各國的經濟關聯性進一步增加，意味未來各國政策的同步性也會遞升，例如減息步伐或更一致。
- 至少48個國家會在今年進行重大選舉（包括美國總統大選），估算影響全球超過一半人口。選舉結果或會改變國際格局、經濟發展和資金流，增加市場波動性。
- 中國在兩會釋出於外交及經濟層面上會採取穩紮穩打操作的訊號。

### 美國及日本股市的上升動力有轉弱跡象。科技股絕非一股不留，但應增持價值型股份作風險分散

- 美股創歷史新高，資金流及動態分析預示調整將至，但盈利增長和對經濟增長的樂觀情緒暫仍能支持後市走勢。
- 美股中除科技股之外，醫療護理、公用、工業和通訊服務亦有亮麗的盈利增長預測。
- 冠名式投資的風險大，投資科技股現時應尋找階段性受惠者，通訊服務板塊或成下一階段的贏家。
- 日股市值嚴重偏離實體經濟，動態指標和基本因素皆預視升勢或會放緩。公用股及非必需品股盈利預測向好，表現有望較為優勝。

### 減息幅度或較市場預期少，應有序提升債券組合的存續期及增加高評級企業債比例

- 減息將至，但不宜過份憧憬減息幅度，減息過程也不會一帆風順。
- 長線及被動資金正積極地流入至債券市場，尤以企業債券基金吸資情況更為明顯。減息憧憬下，資金尋找可靠而收益偏高的資產。
- 減息初期，債券組合存續期愈長，回報愈好。應採用槓鈴式投資策略，即分別買入較多的短年期和較多的中長年期的債券，令組合的加權存續期朝向中間年期。
- 預測美國2年及10年期國債收益率分別為3.85%及3.66%，2年期收益率浮動區間料介乎3.43至4.27%，10年期收益率區間料介乎3.31至4.01%。

## 資產類別概覽

↑ 優於大市 → 中性 ↓ 遜於大市

資產類別	季度展望	評論
<b>股票</b>		
美國	↑	當前估值尚算合理，但上升動力有所減弱。當地科技股升勢或放緩，可關注醫療護理、通訊服務、公用及工業等板塊。
歐洲	→	多國央行即將進入減息期有利提升股市估值水平，且個別科技股盈利表現不俗，惟經濟放緩的陰霾將限制升幅。
亞洲 (除日本)	↑	較看好日本、韓國和台灣等地區之科技股；另外印度和印尼的銀行、保險、消費及醫療保健等板塊也值得關注。
中國內地	→	估值低廉下，整體下行空間有限，惟須更多催化劑助向上突破，較偏好高收益價值型股票及個別政策受惠行業。
香港	→	受惠美債息持續回落，本地高股息板塊如公用、電訊、國際金融、交通運輸等板塊可看高一線，惟地產板塊料續跑輸。
<b>債券</b>		
美國政府	→	美國國債收益率曲線將正常化和利差逐步收窄，國債的吸引力將會減低，現時應及早鎖定較高息率。
美元投資級別	↑	利差收窄預期下，資金已開始流入投資級別債券，投資者應在首次減息出現之前，增加投資級別企業債比重。
全球高收益	→	金融狀態、股價波動率及環球經濟前景均反映高收益債券的風險仍相當高，只適合能承受較大風險的投資者。
美元高收益	→	美國的金融流動性仍相對寬鬆，但今年的經濟增長預期會按年放緩，令其債券波動性增加。
亞太投資級別	→	亞洲投資級別基本面穩健，收益率亦吸引，可留意中國、南韓和印尼的投資級別債券。
<b>外匯</b>		
澳元	↑	預期澳央行將較遲減息，有助鞏固澳元息差優勢。
紐元	↑	紐西蘭通脹仍然高企，利率峰值料將維持較長時間。
歐元	↓	歐洲央行視工資走勢為減息關鍵，料跟隨美聯儲減息機會大。
英鎊	→	英國經濟與通脹齊向下，央行已打開降息大門。
日圓	↓	日本央行結束負利率政策，日央行行長表示繼續以超寬鬆貨幣政策支持經濟，短期持續加息機會微。
人民幣	→	人民銀行寬鬆周期未完，人民幣短期料於區間波動持穩。

### 重要通知：

每個資產類別的季度展望以相應的代表指數為基準

資產類別	基準	資產類別	代表指數	門檻*	資產類別	代表指數	門檻*
股票	MSCI 世界指數	美國	標普 500	1.1%	中國	滬深 300	4.3%
		歐洲	道瓊歐洲 STOXX600	1.6%	香港	恒生	3.3%
		亞洲 (除日本)	MSCI 亞洲除日本	2.8%			
債券	彭博全球累計債券指數	美國政府	美國政府/信貸	0.8%	美元高收益	美國企業高收益	1.5%
		美元投資級別	美國企業	0.8%	亞太投資級別	亞太累計	0.9%
		全球高收益	全球高收益	1.8%			
外匯	貿易加權美元指數	澳元	澳元/美元	2.8%	英鎊	英鎊/美元	2.7%
		紐元	紐元/美元	3.2%	日圓	美元/日圓	3.1%
		歐元	歐元/美元	4.0%	人民幣	美元/人民幣	2.2%

\*「優於大市」：代表指數的季度表現高於相應基準的門檻百分比正值；「中性」：代表指數的季度表現在相應基準的門檻百分比正負值區間內；「遜於大市」：代表指數的季度表現低於相應基準的門檻百分比負值。



## 免責聲明

# 免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資管理有限公司為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。

